



# **Lovforslag om ændring af selskabsloven (Offentligt udbud af anparters og nedsættelse af minimumskrav til anpartsselskabers selskabskapital)**

---

## **Hørings svar**

**Ekstern høring: 23. august – 4. oktober 2024**

## Indholdsfortegnelse:

Høringsliste .....	1
Dansk Crowdfunding Forening.....	3
Dansk Erhverv.....	5
Dansk Fintech Alliance (DAFINA) .....	6
Dansk Industri.....	8
Danske Advokater.....	10
De Samvirkende Købmænd - DSK.....	13
FH – Fagbevægelsens Hovedorganisation.....	14
Finans Danmark .....	15
FSR - danske revisorer.....	16
Københavns Universitet v/ prof. Jesper Lau Hansen.....	20
Aalborg Universitet – Forskergruppen CLEAR .....	30

23. august 2024

**Oversigt over myndigheder og organisationer m.v., der høres over forslag til lov om ændring af selskabsloven (Offentligt udbud af anparter og nedsættelse af minimumskravet til anpartsselskabers selskabskapital)**

Advokatsamfundet/Advokatrådet  
Akademikerne  
Arbejderbevægelsens Erhvervsråd  
ATP – Arbejdsmarkedets Tillægspension  
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  
DM  
Domstolsstyrelsen

**ERHVERVSSTYRELSEN**

Dahlerups Pakhus  
Langelinie Allé 17  
2100 København Ø

Tlf. 35 29 10 00  
Fax 35 29 10 01  
CVR-nr 10 15 08 17  
E-post [erst@erst.dk](mailto:erst@erst.dk)  
[www.erst.dk](http://www.erst.dk)

**ERHVERVSMINISTERIET**

DSK – De Samvirkende Købmænd  
Effektivt Landbrug  
Erhvervsstyrelsens Område for Bedre Regulering  
FH – Fagbevægelsens Hovedorganisation  
Finans Danmark  
Finansforbundet  
Finansiell Stabilitet  
Finanssektorens 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  
Århus Universitet

**Fremsendes til orientering:**

Grønlands Selvstyre  
Rigsombuddet på Færøerne

Erhvervsstyrelsen  
Høringssvar sagsnummer: 2021-11319  
Att: Michael Aske Alexis Jepsen  
Att: Anja Lamp Vrang

Dansk Crowdfunding Forening takker for muligheden for at komme med høringssvar og har følgende kommentarer til lovforslaget:

Indledningsvis hilser vi det velkomment, at anpartsselskabers kapitalandele kan udbydes til offentligheden.

Hermed bliver der bedre balance til reglerne i flere af Danmarks nabolande. Adskillige danske virksomheder har således valgt at etablere sig i udlandet med henblik på at rejse kapital gennem udenlandske crowdfunding platforme. Vore analyser viser, at størsteparten af disse udbud fremadrettet med lovforslaget vil blive gennemført i Danmark.

Den foreslåede grænse på 5 millioner € anses for afbalanceret, idet virksomhederne i en senere periode kan gentage udbuddet eller alternativt omdanne til aktieselskab og søge notering på en vækstbørs som eksempelvis First North.

Nye muligheder for kapitalfremskaffelse gennem offentlige udbud som eksempelvis på London AIM eller First North, Aktietorget mfl. har desværre efterfølgende vist, at der historisk blev noteret virksomheden uden tilstrækkeligt vækstpotentiale og/eller ledelseskompetence.

Dansk Crowdfunding Forening ser på den baggrund et behov for en øget investorbeskyttelse, især i situationer hvor selskabet selv rejser kapital. I disse tilfælde er der ingen finansiell regulering og ingen formelle krav til udbudsmateriale så længe udbuddet er under 5 millioner € grænsen.

Dansk Crowdfunding Forening foreslår, at der indføres revisionspligt for anpartsselskaber som ønsker at gennemføre et offentligt udbud såvel gennem en crowdfunding platform som varetaget af selskabet selv.

Begrundelserne herfor er følgende:

A: Med en godkendt revisor er der sikkerhed for at en kompetent, uvildig person/organisation har gennemgået virksomhedens finansielle status forud for et udbud samt de budgetter som ligger til grund for udbuddet.

B: De færreste virksomheder vil være i stand til at udarbejde udbudsmateriale af den fornødne kvalitet uden bistand fra en godkendt revisor. Dermed vil kravet ikke være en væsentlig omkostnings og/eller administrativ byrde i forbindelse med udbuddet.

C: Med bistand fra godkendt revisor kan der gøres rådgiveransvar gældende ikke blot overfor virksomheden selv/dens ledelse, men også over for offentlighedens repræsentant.

Der er allerede i lovgivningen skærpende undtagelser for fravalg af revisionen. Dette gælder definerede risiko brancher og/eller tilfælde hvor et eller flere ledelsesmedlemmer/reelle ejere har accepteret bøde og/eller er dømt for overtrædelse af selskabs-, regnskabs-, hvidvask eller skatte/afgiftslovgivning - eller idømt konkurskarantæne. Der er dermed ikke tale om et forslag der væsentligt afviger fra hidtidig praksis med skærpelse af revisionspligt.

Dansk Crowdfunding Forening foreslår endvidere at der indføres pligt til at etablere en bestyrelse i anpartsselskaber som ønsker at gennemføre et offentligt udbud enten gennem en crowdfunding platform eller varetaget af selskabet selv.

Begrundelserne herfor er følgende:

A: Når et selskab ønsker vækstkapital følger også en professionalisering af virksomheden. Bestyrelsens opgave er væsentligst den strategiske overordnede ledelse, hvilket matcher de behov disse virksomheder typisk vil have.

B: Ansvar over for kapitalejere og 3. mand etableres på et bredere grundlag end det nuværende minimumskrav med blot en direktør.

Med hensyn til sanktioner ved overtrædelse anses bødestraf ikke for at være tilstrækkeligt.

Det foreslås, at Erhvervsstyrelsen får samme bemyndigelse, som Finanstilsynet har ved overtrædelse af udbuds kravene gældende for AIFér. Ultimativt bør Erhvervsstyrelsen have hjemmel til at annullere et udbud i sin helhed, hvilket vil have en betydelig præventiv effekt.

03.10.2024

Dansk Crowdfunding Forening

Søren Stenderup

MOB: + 45 42476524

Email: kontakt@danskcrowdfundingforening.dk

Erhvervsstyrelsen  
Dahlerups Pakhus Langelinie Allé 17  
2100 København Ø

Den 30. september 2024

## Høring om ændring af selskabsloven

Først og fremmest vil Dansk Erhverv gerne kvittere for en god iværksætterpakke indgået 21. juni 2024 mellem Regeringen (Socialdemokratiet, Venstre og Moderaterne), Danmarksdemokraterne, Liberal Alliance, Den Konservative Folkeparti, Radikale Venstre og Dansk Folkeparti. Forslag til ændringer i selskabsloven imødekommer en række af de ønsker vi har stillet siden 2020 i forhold til at gøre det mere tilgængeligt at oprette virksomheder, samt Equity crowdfunding. Det er vigtigt at vi gør Danmark til verdens bedste land at drive virksomhed i, så vi kan blive verdens bedste land at leve i. Ovenstående forslag til lovændringer er et skridt i den rigtige retning for netop det.

### Generelle bemærkninger

Dansk Erhverv støtter således overordnet forslaget om at ændre selskabsloven ved at lette adgangen til kapital for iværksættere og sænke kapitalkravet for anpartsselskaber. Muligheden for offentligt udbud af anparter vil styrke Equity crowdfunding, hvilket kan gavne mindre virksomheder og nystartede iværksættere. Nedsættelsen af kapitalkravet fra 40.000 kr. til 20.000 kr. er også et positivt skridt, da det reducerer barrierer for at oprette anpartsselskaber.

Den nye lov vil understøtte at der kommer flere risikovillige midler lokalt, øget diversitet og forhåbentlig flere virksomheder.

### Specifikke bemærkninger

Det fremgår af forslaget, at anpartsselskabers udbud af egne anparter udenom en crowdfundingplatform – f.eks. via egen hjemmeside – ikke vil være omfattet af investorbeskyttende regler. Det er Dansk Erhvervs opfattelse, at de nævnte udbud under 5 mio. EUR er af sådan en størrelse, at der bør tænkes i investorbeskyttelse. Dette kunne f.eks. ske ved at forlange, at udbud til offentligheden skal ske gennem en crowdfundingplatform eller at der stilles krav om at nøgleoplysningsdokumenterne er klare, præcise og informative og at der udpeges en tilsynsmyndighed.

Vi opfordrer derfor til, at investorbeskyttelsesdelen gentænkes.

Med venlig hilsen

**Freja Brandhøj**  
Chef for iværksætterpolitik

## Michael Aske Alexis Jepsen

---

**Fra:** Michael Camphausen <mca@camphausen.dk>  
**Sendt:** 27. august 2024 10:00  
**Til:** Michael Aske Alexis Jepsen; Anja Lamp Vrang  
**Emne:** DAFINA høringsvar vedrørende udkast til lovforslag i høring - ændring af selskabsloven mht. offentligt udbud af anparter mv.

På vegne af **Dansk Fintech Alliance (DAFINA)** fremsendes hermed nedenstående kortfattede **høringsvar** vedrørende Erhvervsstyrelsens ovennævnte lovudkast i høring, hvad angår lovudkastets forslag til ændring af selskabsloven med henblik på lovliggørelse af investeringscrowdfunding herhjemme for anpartsselskabers vedkommende.

DAFINA takker på denne vis for muligheden for at afgive nærværende høringsvar og skal således fremkomme med følgende bemærkninger og opfordringer i forhold til de foreslåede ændringer af selskabsloven:

DAFINA støtter lovforslaget, herunder den foreslåede lovliggørelse af investeringscrowdfunding herhjemme for anpartsselskabers vedkommende, hvilket DAFINA flere gange tidligere har opfordret til i diverse høringsvar på det finansregulatoriske område (i regi Erhvervsministeriet/Finanstilsynet) forbundet med reguleringen af crowdfunding herhjemme og i EU.

DAFINA kan i denne forbindelse også støtte den foreslåede afgrænsning i så henseende og således den nærmere beløbsgrænse, de enkelte betingelser mv. i forhold til offentligt udbud af anparter, som lovforslaget introducerer, herunder at lade betingelserne for større udbud følge betingelserne for prospektfritagelse efter prospektforordningen.

Vi forstår lovforslaget således, at et offentligt udbud af anparter af anpartsselskabet selv og anpartsselskabets udbud af anparter via en investeringscrowdfundingplatform ligestilles i så henseende.

I denne sammenhæng skal vi **opfordre** til, at det i lovbemærkningerne afklares/præciseres, i hvilket omfang de nye regler (de enkelte betingelser mv.) også gælder ved anpartsselskabets brug i praksis af en udenlandsk investeringscrowdfundingplatform (i andre EU/EØS-lande og/eller i tredjelande), dvs. ved udbud af anparterne alene på en ikke-dansk investeringscrowdfundingplatform (kendte eksempler er Crowdcube og Seedrs fra UK). Med andre ord bør lovbemærkningerne for afklaringens skyld alt andet lige beskrive den territoriale afgrænsning og virkning af de nye danske regler i forbindelse med brugen af udenlandske investeringscrowdfundingplatforme.

I lovforslaget (udkastets pkt. 3.1.3 i de almindelige bemærkninger om den foreslåede ordning) anføres bl.a. (vores fremhævning):

*"Equity crowdfunding er en finansieringsform, hvor et selskab rejser kapital gennem et udbud af kapitalandele til offentligheden. Der er tale om investeringer i unoterede kapitalandele. I Danmark er der forbud mod, at et anpartsselskab udbyder dets anparter til offentligheden. 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. Det foreslås konkret at give anpartsselskaber mulighed for at udbyde anparter til offentligheden, når den samlede værdi af udbuddet er under 5 mio. euro beregnet over en periode på 12 måneder eller på betingelse af, at der enten er tale om 1) udbud, der udelukkende er rettet mod kvalificerede investorer, 2) udbud, rettet mod færre en 150 fysiske eller juridiske personer pr. land indenfor EU/EØS-landene, som ikke er kvalificerede investorer, 3) udbud, hvis pålydende pr. enhed beløber sig til mindst 100.000 EUR eller 4) udbud, der er rettet til investorer, som erhverver anparter for i alt mindst 100.000 euro pr. investor for hvert særskilt udbud."*



Vi 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).

Vi bemærker således, at den selskabsretlige lovliggørelse af investeringscrowdfunding for anpartsselskaber og dermed af offentligt udbud af anparter ikke i sig selv bør 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 regulerings forstand).

Vi skal derfor **opfordre** til, at det i lovbemærkningerne præciseres, at der med lovforslaget ikke tages stilling til, hvorvidt anparter skal anses som omsættelige værdipapirer, idet denne finansregulatoriske vurdering er en separat og særskilt vurdering i henhold til den finansielle regulering (MiFID mv.). Alternativt skal vi **opfordre** til, at den pågældende sætning (jf. markeringen/fremhævelsen ovenfor) blot udgår af lovbemærkningerne, og at lovforslaget i stedet forholder sig tavs til dette særskilte spørgsmål/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).

Vi er selvsagt 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 regulerings 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.

Det bemærkes for en god ordens skyld, at spørgsmålet om omsætteligt værdipapir i finansregulatorisk forstand naturligvis ikke må forveksles med spørgsmålet om fri omsættelighed i selskabsretlig forstand.

Med venlig hilsen

**Dansk Fintech Alliance (DAFINA)**

Erhvervsstyrelsen  
Att.: Michael Aske Alexis Jepsen og Anja Lamp  
Vrang

Sendt til: [micjep@erst.dk](mailto:micjep@erst.dk) og [anjlam@erst.dk](mailto:anjlam@erst.dk)

## Høringssvar til forslag til ændring af selskabsloven (Offentligt udbud af anparters og nedsættelse af minimumskrav til anpartsselskabers selskabskapital)

### 1. GENERELLE KOMMENTARER

DI takker for muligheden for at afgive høringssvar til lovudkastet.

DI støtter generelt udkastet, som indeholder en række hensigtsmæssige smidiggørelser af rammevilkårene for danske iværksættere, som DI har arbejdet for i flere år, men DI foreslår 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. DI har to forslag hertil, jf. bemærkningerne til § 1, nr. 2, nedenfor.

### 2. SPECIFIKKE KOMMENTARER

#### Til § 1, nr. 1: Afskaffelse af forbud mod at ApS'er udbyder anparters til offentligheden

DI støtter forslaget om at ophæve forbuddet mod udbud af et anpartsselskabs anparters til offentligheden. Der har efter DI's opfattelse aldrig været proportionalitet i et totalt forbud. DI bemærker i den forbindelse, at forbuddet ikke har rod i et EU-krav, og at DI længe har efterspurgt mere smidige regler, ikke mindst muligheden for at ApS'er kan anvende aktie-crowdfunding, som muliggøres med forslaget.

DI har en enkelt opmærksomhedskommentar til lovbemærkningerne til § 1, nr. 1 (s. 27). Her fremgår: *"Det vil derimod være nødvendigt at søge direkte kontakt til færre end 150 potentielle investorer, for eksempel via brev eller e-mail."* (egen fremhævning). DI bemærker, at Erhvervsministeriet bør sikre sig, at sådanne breve eller e-mails ikke vil blive anset for at være direkte markedsføring efter markedsføringslovens § 10. Såfremt sådanne breve og e-mails anses for direkte markedsføring, bør lovbemærkningen gøre opmærksom på de betingelser, der gælder for lovlig afsendelse heraf i markedsføringslovens § 10. Ellers risikerer en lovbemærkning til selskabsloven (utilsigtet) at opfordre virksomheder til en adfærd, der kan være ulovlig – og strafsanktioneret - i henhold til anden lovgivning.

**Til § 1, nr. 2: Nedsættelse af minimumskapitalkravet i ApS'er fra 40.000 til 20.000 DKK**

DI støtter en nedsættelse af minimumskapitalkravet til anpartsselskaber og de i lovudkastet anførte begrundelser herfor. Det er således helt rigtigt, at det er *andre* regler i selskabsloven end reglen om en minimumskapital ved stiftelsen af virksomheden, der giver kreditorerne reel beskyttelse. Minimumskapitalkravet ved stiftelsen har større betydning for, om iværksættere vælge at starte virksomhed i Danmark, end for kreditorbeskyttelsen. Det har derfor været en hæmsko for dansk iværksætteri, at Danmark har haft et af EU's højeste minimumskapitalkrav. Af samme årsager foreslår DI, at kapitalkravet nedsættes til 8.000 kr., som bedre afspejler konkurrencesituationen i EU end 20.000 kr., uden at gå ud over kreditorbeskyttelsen.

Såfremt der ikke er politisk flertal for at nedsætte kapitalkravet til 8.000 kr., foreslår DI, at der i stedet gives samme mulighed i anpartsselskaber som aktieselskaber for, at kapitalejerne til at starte med kan nøjes med at indbetale 25 pct. af kapitalen (såkaldt delvis indbetaling af selskabskapitalen), mens resten er en personlig gældsforpligtelse, som skal indbetales, når selskabets forhold tilsiger det. Henset til den manglende reelle kreditorbeskyttelse, som et minimumskapitalkrav ved stiftelsen giver, og de (bedre) beskyttelsesregler der i øvrigt findes i selskabsloven, mener DI, at der bør være *ligestilling mellem anpartsselskaber og aktieselskaber*, når det gælder fleksibiliteten til at kunne vælge delvis indbetaling af selskabskapitalen ved stiftelsen.

**Til § 1, nr. 6: Indkaldelse til generalforsamling**

DI bifalder den foreslåede forenkling, som fjerner et krav for børsnoterede selskaber om dobbeltindkaldelse.

DI står til rådighed for uddybning og dialog.

Med venlig hilsen

Lars Hammer

*Seniorchefkonsulent*

*Erhvervsjura og rapportering*

Erhvervsstyrelsen  
Dahlerups Pakhus  
Langelinie Allé 17  
2100 København Ø

Sendt til: Michael Aske Alexis Jepsen ([micjep@erst.dk](mailto:micjep@erst.dk)) og Anja Lamp Vrang ([anjlam@erst.dk](mailto:anjlam@erst.dk))

Vesterbrogade 32  
1620 København V

Telefon 33 43 70 00  
[mail@danskeadvokater.dk](mailto:mail@danskeadvokater.dk)  
[www.danskeadvokater.dk](http://www.danskeadvokater.dk)

Den 30. september 2024

## **Høringssvar over forslag til ændring af selskabsloven (Offentligt udbud af anparter og nedsættelse af minimumskrav til anpartsselskabers selskabskapital)**

Danske Advokater takker for muligheden for at afgive høringssvar. Dette høringssvar er udarbejdet i samarbejde med Danske Advokaters Fagudvalg for Selskabsret.

### **Overordnede bemærkninger**

Lovforslagets initiativer til både at ophæve det gældende forbud mod offentligt udbud af anparter og nedsætte kapitalkravet i anpartsselskaber har til formål at sikre danske startups/iværksættere bedre vilkår, herunder bl.a. gennem muligheden for at rejse kapital via crowdfundingplatformen. Hensigten er derigennem at medvirke til at øge antallet af selskabsetableringer til gavn for det danske erhvervsliv.

De foreslåede præciseringer, herunder særligt præciseringerne til reglerne om lodrette fusioner og spaltninger, vil medvirke til at fjerne nogle af de uklarheder, der hidtil har været forbundet med disse regler.

Danske Advokater hilser lovforslaget velkomment.

Nedenfor er angivet Danske Advokaters enkelte konkrete bemærkninger til lovforslaget, der hovedsageligt relaterer sig til de foreslåede præciseringer af fusions- og spaltningsreglerne.

### **Generelle bemærkninger**

#### 1. Ophævelse af forbud mod offentligt udbud af anparter

##### 1.1. Lovforslagets § 1, stk. 3 (første afsnit)

Forslaget til ændring af selskabslovens § 1, stk. 3, oplister de betingelser, der skal opfyldes, for at offentligt udbud af anparter kan finde sted.

For at tydeliggøre, at de foreslåede nye betingelser i § 1, stk. 3, nr. 1) – nr. 4) alene vil gælde for udbud af anparter til en samlet værdi på 5 mio. euro og derover, foreslås det at ændre den foreslåede ordlyd af § 1, stk. 3, første afsnit, som følger:

*”Stk. 3. Et anpartsselskab kan udbyde selskabets anparter til offentligheden, jf. dog stk. 4, når den samlede værdi af ethvert sådant udbud er mindre end 5 mio. euro beregnet over en periode på 12 måneder. Såfremt den samlede værdi udgør 5 mio. euro eller derover kan udbud til offentligheden dog alene finde sted på en af følgende betingelser:*

1) [...]”

1.2. Lovbemærkninger til § 1, stk. 3 (side 30, andet sidste afsnit, 2. pkt.)

Det fremgår af lovbemærkningerne på side 30, andet sidste afsnit, 2. pkt., at *”Betingelsen afspejler prospektforordningens artikel X Y Z”*.

Henvisningen til *”X Y Z”* (som må være *”placeholders”*) skal udskiftes med nummeringen af de relevante artikler i prospektforordningen.

## 2. Lodrette fusioner

2.1. Lovforslagets § 252, 2. pkt.

Den gældende bestemmelse i § 252, 2. pkt., oplister de bestemmelser om *”almindelige fusioner”*, der også finder anvendelse ved lodrette fusioner. Bestemmelsen henviser bl.a. til § 250 i sin helhed, til trods for, at en række af bestemmelserne deri hverken er relevante eller kan gælde for en lodret fusion (som følge af en sådan fusions særlige karakteristika).

I den foreslåede ændring af selskabslovens § 252, 2. pkt., er det derfor tydeliggjort, hvilke dele af den gældende § 250, der finder tilsvarende anvendelse ved en lodret fusion.

I den forbindelse er der i ændringsforslaget bl.a. henvist til de gældende bestemmelser i § 250, stk. 1, *nr. 4)* og *nr. 5)*, der begge relaterer sig til kravet om, at ledelsen i det selskab, der opstår som led i en fusion, skal være valgt, før fusionen kan få retsvirkning. Da en lodret fusion som bekendt alene kan finde sted mellem *bestående* selskaber, forekommer de nævnte henvisninger ikke relevante og bør derfor overvejes udtaget af ændringsforslaget til § 252, 2. pkt.

Ændringsforslaget henviser derudover til den gældende § 250, stk. 5, hvorefter det fremgår, at reglerne om *stiftelse, kapitalforhøjelse og opløsning* ikke finder anvendelse på en fusion. Da det alene er den del af bestemmelsen, der omhandler reglerne om opløsning, som er relevant ved en lodret fusion, bør denne henvisning ligeledes overvejes udtaget og erstattet af en ny bestemmelse i § 252, der kun relaterer sig til opløsningsreglerne.

## 3. Lodrette spaltninger

3.1. Lovforslagets § 270, stk. 1, 2. pkt.

Ligesom det ovennævnte forslag relateret til lodrette fusioner, indeholder ændringsforslaget til ovennævnte bestemmelse ligeledes en tydeliggørelse af de dele

af § 268 om "almindelige" spaltninger, der finder tilsvarende anvendelse ved en lodret spaltning.

I den forbindelse er der bl.a. henvist til § 268, stk. 1, *nr. 4*), og *nr. 5*), der begge relaterer sig til kravet om, at ledelsen i det selskab, der opstår som led i en spaltning, skal være valgt, før spaltningen kan få retsvirkning.

Da lodrette spaltninger - ligesom lodrette fusioner - alene kan finde sted mellem *bestående* selskaber, forekommer de nævnte henvisninger ikke relevante og bør derfor overvejes udtaget af ændringsforslaget.

Derudover henvises der til § 270, stk. 5, som fremhæver, at reglerne om *stiftelse*, *kapitalforhøjelse*, *kapitalnedsættelse* og *opløsning* ikke finder anvendelse på en spaltning. Da det alene er den del af bestemmelsen, der omhandler kapitalnedsættelses- og opløsningsreglerne, som er relevant ved en lodret spaltning, bør denne henvisning ligeledes overvejes udtaget og erstattet af en ny bestemmelse i § 270, der kun relaterer sig til de relevante regler.

#### **Afsluttende bemærkninger**

Danske Advokater står gerne til rådighed for uddybende spørgsmål eller dialog.

Med venlig hilsen

Nikoline Sneholt  
Juridisk konsulent

**Høringsvar vedr. forslag til lov om ændring af selskabsloven (Offentligt udbud af anparter og nedsættelse af minimumskrav til anpartsselskabers selskabskapital)**

**Erhvervsstyrelsen**

Langelinie Allé 17  
2100 København Ø

København, den 1. oktober 2024

**Høringsvar vedr. forslag til lov om ændring af selskabsloven (Offentligt udbud af anparter og nedsættelse af minimumskrav til anpartsselskabers selskabskapital)**

De Samvirkende Købmænd (DSK) takker for muligheden for at afgive bemærkninger til ovennævnte lovforslag.

DSK støtter lovforslagets formål om at lette adgangen til kapital ved at muliggøre equity crowdfunding i anpartsselskaber og at sænke kapitalkravet for anpartsselskaber.

Muligheden for offentligt udbud af anparter vil lette adgangen til kapital for især mindre virksomheder og iværksættere. Nedsættelsen af minimumskravet til anpartsselskabers selskabskapital til 20.000 kr. vil sænke adgangsbarriererne for iværksættere, der ønsker at drive virksomhed i selskabsform.

Med venlig hilsen



**ANNETTE NORUP THOMSEN**

Erhvervsjuridisk chef

## Erhvervsstyrelsen

Sendt til Michael Aske Alexis Jepsen, micjep@erst.dk og Anja Lamp Vrang, [anjlam@erst.dk](mailto:anjlam@erst.dk)

### **Høringssvar til lov om ændring af selskabsloven (Offentligt udbud af anparter og nedsættelse af minimumskravet til anpartsselskabers selskabskapital)**

FH – Fagbevægelsens Hovedorganisation takker for muligheden for at afgive høringssvar til udkast til forslag til lov om ændring af selskabsloven (Offentligt udbud af anparter og nedsættelse af minimumskravet til anpartsselskabers selskabskapital).

#### *Bemærkninger*

##### Equity crowdfunding

FH er meget positive overfor muligheden for equity crowdfunding i anpartsselskaber. FH vil henlede opmærksomheden på, at Ekspertarbejdsgruppen for Demokratiske Virksomheder under Erhvervsministeriet ([Rapportdemokratiskevirksomheder.pdf](#)) pegede på denne løsning ift. at opnå flere demokratiske virksomheder og til at understøtte finansiering af virksomheder og beskæftigelse i landdistrikterne. FH vil foreslå, at denne baggrund fremgår af bemærkningerne til loven.

##### Minimumskravet til anpartsselskabers selskabskapital

Et lavere minimumskrav vil gøre det en anelse lettere at blive iværksætter, hvilket isoleret set er positivt. FH vil dog rejse en bekymring i relation til det sænkede minimumskrav til anpartsselskabers selskabskapital. Det sker på baggrund af erfaringerne fra det tidligere iværksættersekskab (IVS). Samtidigt forstår FH, at der fortsat vil bestå et kapitalkrav ved stiftelse af et ApS, og at det i denne forbindelse næppe er muligt at sige noget helt præcist om, hvor niveauet for størrelsen af kapitalkravet skal ligge for, at der består en forhøjet risiko for svig og misbrug som ved det tidligere IVS. FH kan derfor støtte det lavere minimumskrav, men vil samtidigt foreslå, at myndighederne følger området for at overvåge, om der fremadrettet er en forhøjet risiko for svig og misbrug.

Venlig hilsen

Damoun Ashournia Hansen

Cheføkonom



Erhvervsstyrelsen

Sendt pr. e-mail til [micjep@erst.dk](mailto:micjep@erst.dk) og [anjlam@erst.dk](mailto:anjlam@erst.dk)



**FINANS  
DANMARK**

## Ændring af selskabsloven (offentlige udbud af anparter og minimumskrav til selskabskapital)

Finans Danmark takker for muligheden for at give bemærkninger til lovforslaget om ændring af selskabsloven.

Vi støtter overordnet initiativer, der skal gøre det lettere for iværksætteriet i Danmark.

Vi kan dog ikke støtte en yderligere nedsættelse af kapitalkravet i anpartsselskaber til 20.000 kr. Vi finder, at det nuværende minimumskapitalkrav på 40.000 kr. i forvejen er lavt. De fleste virksomheder kræver kapital i etableringsfasen, og hvis man ønsker at stifte en virksomhed i en anpartsselskabsform med begrænset hæftelse, bør kapitalkravet ikke nedsættes til under 40.000 kr. i kontantindskud i selskabet eller aktiver af tilsvarende værdi (apportindskud). Dette også henset til at sikre selskabsformen en vis seriøsitet.

Vi anerkender de tiltag, der siden beslutningen om afskaffelsen af iværksætter-selskaberne, er gennemført med henblik på at modvirke svig i selskabsform og svig på moms- og skatteområdet. Men vi finder ikke, at risikoen for økonomisk kriminalitet med de nye tiltag er elimineret. Vi vurderer derfor, at en nedsættelse af kapitalkravet – alt andet lige – vil kunne medføre en øget risiko for økonomisk kriminalitet.

Dernæst bemærker vi, at den i lovbemærkningerne anførte sammenligning med kapitalkravene i andre nordiske / europæiske lande ikke kan stå alene. En sådan sammenligning bør ses i sammenhæng med, hvilken kontrolmuligheder, der findes i de pågældende lande for at modvirke og/eller opdage økonomisk kriminalitet, f.eks. svindel med moms og skat.

Med venlig hilsen

**Jens Kasper Rasmussen**

Direkte: 3016 1070

Mail: [jkr@fida.dk](mailto:jkr@fida.dk)

Finans Danmark | Amaliegade 7 | 1256 København K | [www.finansdanmark.dk](http://www.finansdanmark.dk)

### Hørings svar

4. oktober 2024

Dok: FIDA-300870041-351-v1

Erhvervsstyrelsen  
Langelinie Allé 17  
2100 København Ø

Att.: Fuldmægtig Michael Aske Alexis Jepsen og chefkonsulent Anja Lamp Vrang  
Email: [micjep@erst.dk](mailto:micjep@erst.dk); [anilam@erst.dk](mailto:anilam@erst.dk)

4. oktober 2024

### Udkast til forslag til lov om ændring af selskabsloven (offentligt udbud af anparter og nedsættelse af minimumskravet til anpartsselskabers selskabskapital)

Tak for muligheden for at kommentere på udkastet.

#### Kapitalkrav i anpartsselskaber

Udkastet foreslår at halvere kapitalkravet fra 40 tkr. til 20 tkr. for at sænke adgangsbarriererne for iværksættere, der ønsker at drive virksomhed i selskabsform. FSR – danske revisorer er enige i, at iværksættere bør have gunstige vilkår og herunder mulighed for at drive virksomhed i selskabsform, men vi kan ikke støtte den foreslåede nedsættelse af selskabskapitalen.

Historien har vist, at det er vanskeligt at fastsætte det rette mindstekrav for størrelsen af selskabskapital i anpartsselskaber. Som det fremgår af afsnit 2 i lovbemærkningerne, har minimumskravene til anpartsselskabers kapital varieret meget. Spændende fra 30 tkr. i 1973 til 200 tkr. i 1991 og til 40 tkr. i dag. I en kort årrække var det endda muligt at stifte et særligt anpartsselskab – et såkaldt iværksætterselskab, IVS – med en kapital på kun 1 kr. Muligheden for at stifte et IVS med en selskabskapital på 1 kr. blev klogeligt lukket ned, da disse selskaber havde en markant forhøjet risiko for svig og forhøjede skatte- og afgiftsrestancer.

Den begrænsede hæftelse, der ligger i selskabsformen, gør, at kapitalkravet ikke bør være "bagatelagtigt", og efter vores opfattelse er det derfor ikke hensigtsmæssigt at nedsætte kapitalkravet til 20 tkr. Et så lavt kapitalkrav kan medføre, at omverdenens tillid til selskabsformen svækkes, da selskabers økonomiske polstring typisk vil være meget lille. Dermed udsættes kreditorerne for en øget tabsrisiko. Der er også øget risiko for, at selskaber oprettes udelukkende med henblik på svindel. Selskabsformen kan dermed miste noget af sin troværdighed.

Størrelsen af den selskabskapital, der indskydes ved selskabets stiftelse, er ofte ikke afgørende for selskabets økonomiske udvikling, men selskabskapitalen har typisk betydning for størrelsen af det udbytte, som selskabet kan udlodde til anpartshaverne, hvis selskabet ikke har store frie reserver. Hvis Folketinget vedtager at nedsætte minimumskravet til 20 tkr., bør man derfor overveje at indføre en udbyttebegrænsning, fx således at der ikke kan udloddes udbytte, der bringer selskabets egenkapital under en fastsat grænse, fx 40 tkr. Det vil stille selskabets kreditorer lidt bedre.

FSR – danske revisorer  
Slotsholmsgade 1, 4. sal  
DK - 1216 København K

Telefon +45 7225 5703  
fsr@fsr.dk  
www.fsr.dk

CVR. 55 09 72 16  
Danske Bank  
Reg. 9541  
Konto nr. 2500102295



Man kan også overveje en ordning, hvor man allerede ved stiftelsen skal stille sikkerhed for omkostningerne ved selskabets eventuelle opløsning, fx et beløb på 20 tkr. Det vil muligvis ikke stille kreditorerne bedre, men vil formentlig begrænse statskassens tab og få stifterne til at tænke sig om en ekstra gang, inden der stiftes et selskab med begrænset hæftelse.

### Equity crowdfunding

Udkastet foreslår, at anpartsselskaber skal have mulighed for at skaffe selskabskapital via equity crowdfunding. Udbud af anparter under 5 mio. euro kan ske "betingelsesløst", når selskabet selv udbyder anparterne til offentligheden, fx på egen hjemmeside. Her vil der ikke være krav om investorinformation eller anden investorbeskyttelse. Udbydes anparterne via en crowdfunding-plattform, gælder visse investorbeskyttelsesregler.

Udbud af anparter over 5 mio. euro må kun finde sted, hvis én af de foreslåede nye lovbetingelser er opfyldt, fx at udbud udelukkende er rettet mod kvalificerede investorer.

Vi bakker op om forslaget, da equity crowdfunding efter vores opfattelse er en hensigtsmæssig mulighed for anpartsselskaber til at skaffe selskabskapital. Vi synes dog, at det er en ganske væsentlig ændring af selskabsloven, når man vil ændre den grundlæggende præmis om, at anpartsselskaber ikke må udbyde kapitalandele til offentligheden. Dermed rykker man ved en af de grundlæggende forskelle mellem anpartsselskaber og aktieselskaber. Selskabslovens regler for anpartsselskaber er som bekendt generelt lempeligere end for aktieselskaber, da anpartsselskaber som udgangspunkt har en begrænset deltagerkreds, der ofte kender hinanden. Vi opfordrer derfor Erhvervsstyrelsen til at gennemgå selskabslovens regler og overveje, om der er en hensigtsmæssig beskyttelse af selskabsdeltagerne i de situationer, hvor deltagerkredsen er bred som følge af de foreslåede regler om equity crowdfunding.

### Equity crowdfunding - tekniske bemærkninger

Nedenfor i pkt. 1 – 5 har vi nogle mere tekniske bemærkninger.

#### 1. Afgrænsning af muligheden for offentlige udbud

Det følger af forslaget, at et anpartsselskab kan udbyde selskabets anparter til offentligheden, hvis det samlede udbud af anparter beregnet over 12 måneder er under 5 mio. euro eller opfylder en af fire andre betingelser.

Med forslaget ophæves forbuddet mod at udbyde anparter til offentligheden. Det betyder, jf. også forslagets bemærkninger, at anparter fremadrettet vil blive betragtet som omsættelige værdipapirer.

Omsættelige værdipapirer kan som udgangspunkt handles på kapitalmarkedet og udbydes til offentligheden under iagttagelse af reglerne i prospektforordningen. Forslaget giver således adgang til at foretage offentlige udbud af anparter, hvilket også fremgår direkte af den foreslåede ændring af definitionen af anparter i § 5, nr. 2, 2. pkt.: "Anparter kan udbydes til offentligheden". Det nye udgangspunkt er således, at **alle personer** kan foretage offentlige udbud af anparter i et anpartsselskab.

Med den foreslåede § 1, stk. 3, er der dog fastsat en række betingelser for et anpartsselskabs udbud af selskabets anparter. Det har den betydning, at betingelserne i den foreslåede bestemmelse alene gælder for **anpartsselskabets** udbud af selskabets

anparter. Øvrige personer, fx anpartsselskabets ejere, vil kunne udbyde anparter til offentligheden uden de oplyste betingelser.

Hvis formålet med bestemmelsen er, at **alle** skal kunne udbyde anparter til offentligheden under de opstillede betingelser, kan Erhvervsstyrelsen overveje at formulere bestemmelsen bredt, så den gælder generelt for offentlige udbud af anparter: "Anparter i et anpartsselskab kan [kun] udbydes til offentligheden, når den samlede værdi..."

Et alternativ er at bevare selskabslovens nuværende forbud, men tilføje en generel undtagelse for udbud af anparter i et anpartsselskab under de oplyste betingelser.

Hvis hensigten med bestemmelsen er, at **alene anpartsselskaber** selv skal kunne udbyde anparter til offentligheden, kan Erhvervsstyrelsen overveje at bevare selskabslovens nuværende forbud, men tilføje en undtagelse for anpartsselskabet til selv at foretage udbud under 5 mio. euro eller under de oplyste betingelser.

## **2. Afgrænsning af forbuddet mod at optage anparter til handel på et reguleret marked og en multilateral handelsfacilitet**

Kapitalmarkedsloven og Prospektforordningen gælder for udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel på et reguleret marked. I formuleringen ligger implicit, at det er muligt for andre personer end udsteder at anmode om optagelse af et selskabs værdipapirer til handel.

Det foreslåede forbud mod at optage anparter til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet i forslaget § 1, stk. 4, gælder alene for anpartsselskabet. Erhvervsstyrelsen bør overveje, om forbuddet skal formuleres bredere, så forbuddet også gælder for andre personer, der måtte ønske at optage anparter til handel.

## **3. Grænseoverskridende udbud**

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. Det bør derfor præciseres i lovbemærkningerne, at udbyder af anparter skal være opmærksom på prospektpligten ved grænseoverskridende udbud af anparter.

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

Det følger af bemærkningerne til forslaget i forhold til betingelsen om minimums-investering, at "Beløbsgrænsen på 100.000 euro beregnes ud fra værdien af det konkrete udbud. Ved udbud af tegningsretter (warrants eller andre afledede værdipapirer) ses derfor alene på kursværdien af tegningsretterne, hvorimod kursværdien af de underliggende værdipapirer ikke indgår."

Forslaget åbner op for muligheden for at foretage offentlige udbud af anparter under visse betingelser. Der er ikke i lovtæksten eller i lovbemærkningerne nævnt muligheden for at udbyde afledte værdipapirer til offentligheden. 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.

Derudover gør vi opmærksom på, at Finanstilsynet i juli 2024 udsendte en nyhed, hvori de skriver, at "En warrant er en tegningsret, der giver ret til at købe en underliggende aktie til en bestemt kurs. Ved udbud af warrants skal værdien af de underliggende aktier (kursen) tælles med, når udstedere skal afgøre, om grænsen på 8 millioner EUR er nået". [Kan der opstå prospektpligt ved udbud af gratis warrants? | Finanstilsynet](#)

Det synes uhensigtsmæssigt, at der er denne forskel i fortolkningen af, hvornår de underliggende værdipapirer indgår i beregningen af udbuddets størrelse eller minimumsinvestering.

## 5. Omdannelse til aktieselskab

I forhold til prospektreglerne er det muligt at foretage et offentligt udbud af aktier i et aktieselskab under stiftelse, hvis der skal rejses kapital i forbindelse med stiftelsen af aktieselskabet. Et sådant udbud vil som udgangspunkt være omfattet af prospektpligten, hvis det er over 8 mio. euro.

Som vi forstår Erhvervsstyrelsens praksis, kan anpartsselskaber - ved omdannelse til et aktieselskab efter de gældende regler - ikke foretage et udbud af aktier i det påtænkte aktieselskab, da et anpartsselskab ikke må udbyde selskabets kapitalandele til offentligheden.

Med de foreslåede regler er det præciseret i bemærkningerne, at et anpartsselskab under stiftelse vil kunne foretage et offentligt udbud af anparter til brug for stiftelsen.

Det er vores vurdering, at den foreslåede ændring i § 1, stk. 3, også giver mulighed for, at et anpartsselskab kan foretage et udbud af kapitalandele i et påtænkt aktieselskab i forbindelse med en omdannelse.

Et sådant udbud bør ikke være omfattet af betingelsen om, at udbuddet ikke må være større end 5 mio. euro, da der ikke er tale om udbud af anparter, men aktier i det aktieselskab, anpartsselskabet skal omdannes til.

Hvis det er Erhvervsstyrelsens vurdering, at begrænsningen på 5 mio. euro også skal finde anvendelse på et anpartsselskabs udbud af aktier i det aktieselskab, som der skal ske omdannelse til, kan det med fordel beskrives i forarbejderne.

Vi står naturligvis til rådighed, hvis I har spørgsmål til vores bemærkninger eller ønsker at drøfte yderligere.

Med venlig hilsen

Jan Brødsgaard  
Chefkonsulent

Per e-mail  
Erhvervsstyrelsen  
Att.: Michael Aske Alexis Jepsen



## Svar på høring over forslag til ændring af selskabsloven (Offentligt udbud af anpartar og nedsættelse af minimumskrav til anpartsselskabers selskabskapital)

Herved skal jeg bidrage til høringen over ovennævnte forslag til ændring af selskabsloven (SL).

Indledningsvis skal jeg udtrykke min tilslutning til den målsætning, som ligger bag forslaget, og som udmønter den politiske aftale af 21. juni 2024 om iværksætterpakken. Mine kommentarer ndf. skal ses som forslag til at fremme denne målsætning yderligere.

### 1. Nedsættelse af kravet om minimumskapital i ApS

#### 1.1. Er minimumskapital nødvendig i ApS, når det ikke er et EU-krav?

Kravet om en vis minimumskapital i et kapitalselskab (A/S og ApS), hvor kapitalejernes ansvar som udgangspunkt er begrænset til deres indskud, jf. SL § 1, stk. 2, er en gammel og velkendt form for investorbeskyttelse, men er i dag erkendt som problematisk og utilstrækkelig, og kravet opgives derfor i stadig flere af medlemsstaterne i EU.

Det bør få den danske lovgiver til at overveje, om kravet fortsat er relevant i dansk selskabslovgivning, eller om vi af konkurrencehensyn bør ophæve kravet i lighed med de øvrige medlemsstater, der har gjort dette uden at opleve misbrug af den grund.

Problemet med kravet om en minimumskapital er velkendte. Det er vanskeligt at fastsætte det lovfæstede minimum, da kreditorernes behov for beskyttelse afhænger af kapitalselskabets virksomhed. Nogle kapitalselskaber har behov for en betydelig kapital, andre kan nøjes med meget lidt. De gentagne og hyppige ændringer af minimumskravet i dansk lovgivning vidner om denne uundgåelige usikkerhed.

3. OKTOBER 2024

CMO/FOCOFIMA

KAREN BLIXENS PLADS 16  
2300 KØBENHAVN S

DIR 35 32 31 95

MOB 28 14 45 76

jesper.lau.hansen@jur.ku.dk  
www.jur.ku.dk/jlh

Forslaget om at nedsætte minimum til kun kr. 20.000 giver investorbeskyttelsen et indtryk af utroværdig formalisme samtidig med, at beløbet fortsat ligger over niveauet i en række sammenlignelige lande og dermed udgør en ulempe for danske iværksættere. Allerede ved den nugældende grænse på kr. 40.000 har kravet om en minimumskapital i ApS nået det uheldige leje, at det er for lavt til at beskytte investorerne, men højt nok til at udgøre en hindring for iværksætterne. En halvering gør blot dette endnu tydeligere. En bedre løsning end minimumskapitalen er de krav om et forsvarligt kapitalberedskab, der allerede er en del af selskabslovgivningen, jf. SL § 115, og som derfor overflødiggør kravet om minimumskapital. Vi behøver ikke gå med både livrem og seler, navnlig ikke hvis vi ønsker at hjælpe danske iværksættere.

Hertil kommer, hvad der er betydeligt værre, at et krav om minimumskapital kan misforstås af iværksætterne, når de etablerer et ApS. Hvis loven oplyser, at kapitalkravet i et ApS er kr. 20.000, vil mange forledes til at tro, at dette vil være en tilstrækkelig indbetaling. Men hvis den virksomhed, som et ApS skal drive, kræver en større kapital, vil iværksætteren efter klar dansk retspraksis blive holdt personligt ansvarlig for at have underkapitaliseret selskabet. Det er derfor bedre ikke at angive en minimumskapital i loven, men i stedet angive, at der ved stiftelsen skal foretages en vurdering over selskabets kapitalbehov og i den sammenhæng understrege stifterens personlige ansvar for at vælge det rette kapitalniveau. Dette vil tvinge iværksætterne til at overveje det reelle kapitalbehov og undgå den fejlslutning, at kr. 20.000 (eller kr. 40.000) altid er tilstrækkelig, blot fordi det fremgår af loven.

Det bør også betænkes, at EU-lovgivningen kun stiller krav om en minimumskapital i kapital selskaber af A/S-typen, hvorimod ApS ikke er omfattet af kravet. Kravet om minimumskapital udgør således en unødvendig overimplementering (gold-plating) fra dansk side af EU-retten i strid med de principper, der normalt følges i dansk erhvervsregulering, jf. Erhvervsministeriets officielle vejledning herom. Dette sammenholdt med, at kravet om minimumskapital i stigende grad opgives af de øvrige medlemsstater, påvirker den danske konkurrenceevne negativt, uden at der opnås nogen særlig gevinst i form af investorbeskyttelse.

Som bekendt har Danmark en overgang haft mulighed for at etablere et kapital selskab uden krav om minimumskapital; det såkaldte IVS, der eksisterede i perioden 2014-19. Disse selskaber overraskede positivt ved at skabe flere tusinde arbejdspladser og meget store importindtægter. Desværre blev selskabstypen også misbrugt, men dette misbrug kunne også iagttages for både ApS og A/S og kan derfor ikke knyttes til fraværet af et krav om minimumskapital, lige som det samme fravær i de øvrige medlemsstater heller ikke har medført lignende misbrug. Misbruget var således knyttet til det sammenbrud af skattemyndighedernes overvågning og interne systemer, som fandt sted, og som heldigvis nu er i bedring. De uheldige erfaringer fra IVS kan dermed ikke

bruges i relation til spørgsmålet om minimumskapital, hvilket da også bekræftes af erfaringerne fra de øvrige medlemsstater, der har opgivet dette krav. Derimod bør de uheldige erfaringer bruges i anden sammenhæng. Se nærmere kommentarerne om ansvaret for tvangsopløsning i pkt. 1.3 ndf.

Det må derfor anbefales, at kravet om en minimumskapital i ApS ikke bare nedsættes til kr. 20.000, som det nu foreslås, men at det kun er den umiddelbare løsning og snarest helt erstattes af en pligt ved etableringen til at skønne det nødvendige kapitalbehov og indbetale dette, evt. delvist som omtalt i pkt. 1.2 ndf.

### *1.2. Delvist indbetaling af kapital*

Kapitalselskaber behøver ikke indbetale den fulde tegnede kapital, men kan nøjes med at indbetale 25 %, jf. SL § 33, stk. 1. Den ikke-indbetalte del (75 %) henstår herefter som en personlig gældsforpligtelse, som skal indbetales, når selskabets forhold kræver det.

Denne mulighed for delvis indbetaling af kapital giver en fornuftig fleksibilitet, fordi man ved etableringen af kapitalselskabet kan skønne over selskabets *samlede* kapitalbehov, hvilket da udgør den tegnede kapital, og selskabets *umiddelbare* kapitalbehov, hvilket da udgør den indbetalte kapital.

Denne fornuftige fleksibilitet er imidlertid ikke fuldt ud til rådighed for et ApS, fordi loven kræver, at minimumskapitalen for et ApS skal indbetales fuldt ud. Et tilsvarende krav om, at et A/S skal indbetale sin minimumskapital eksisterer derimod ikke. Der er ikke nogen fornuftig forklaring på, hvorfor denne fleksibilitet kun skal gælde A/S og ikke ApS, hvis det er lovgivers hensigt at give iværksættere større fleksibilitet. Der er jo ikke tale om, at iværksætteren »slipper« for at indbetale lovens minimumskrav, såfremt et ApS' forhold kræver det. Iværksætteren, der etablerer et ApS, hæfter jo personligt for hele den tegnede kapital, men burde i lighed med større selskaber have mulighed for kun at indbetale 25 %, hvis det skønnes at være, hvad selskabet har behov for på kort sigt. Det bør således ikke bare være muligt at etablere et ApS med en minimumskapital på kr. 20.000, det bør også være muligt kun at skulle indbetale kr. 5.000 ved etableringen og først betale resten, når det er nødvendigt for selskabet.

Det må medgives, at kravet til minimumskapital er blevet så lavt, at muligheden for delvis indbetaling ikke angår de store beløb – kr. 20.000, respektive kr. 5.000 – men det er nærmere et argument for ikke at bevare et krav om minimumskapital og kan ikke tale for at forskelsbehandle ApS på denne vilkårlige måde.



Det anbefales derfor, at ApS fuldt ud ligestilles med A/S i retten til at foretage en delvis indbetaling af kapitalen efter SL § 33. Ligestillingen vil også forenkle regelværket ved at fjerne en unødvendig særregel og kan let gennemføres i forbindelse med den foreslåede lovændring.

### *1.3. Imødegåelse af misbrug af den begrænsede hæftelse*

De uheldige erfaringer fra det misbrug af den begrænsede hæftelse i kapital-selskaber (A/S, ApS og IVS), som opstod pga. nedbruddet i skattevæsenets kontrolmuligheder for nogle år siden, synes ikke at være nyttiggjort, og risikoen for misbrug og for at påføre statskassen store og helt unødvendige udgifter består dermed fortsat.

Det er uheldigt, da et velkendt argument for at have et krav om en minimumskapital i kapital-selskaber er, at det forhindrer misbrug af selskabsformen, for hvis udgiften ved at oprette selskabet er meget lave, kan det medføre, at etableringen ikke overvejes grundigt nok, men foretages impulsivt og senere fortrydes. Argumentet er som allerede nævnt ikke holdbart i forhold til kravet om en minimumskapital, da minimumskapital som nævnt i pkt. 1.1 ovf. er et utilstrækkeligt instrument til investorbeskyttelse og unødvendigt, når loven allerede har krav om et forsvarligt kapitalberedskab. Det er imidlertid en berettiget betragtning, at den lettere og navnlig billigere adgang til etablering af kapital-selskaber i form af ApS, som iværksætteraftalen søger at skabe, giver risiko for, at der oprettes »unødvendige« selskaber, der ikke udtrykker en seriøs overvejelse om virksomhedsdrift, og derfor snart efter opgives og må tvangsopløses med store udgifter til følge for statskassen.

Hvis den, der har etableret et kapital-selskab, f.eks. et ApS, ikke længere har interesse for selskabet og derfor undlader at indgive årsregnskab, vil selskabet automatisk blive undergivet tvangsopløsning efter SL § 225. Udgifterne til denne tvangsopløsning bæres i vidt omfang af statskassen. Det er ganske urimeligt, at ejerne på denne måde kan overvælte udgiften på samfundet, især når det betænkes, at et kapital-selskab kan lukkes (likvideres) på fuldt forsvarlig måde ved at ejerne tager ansvaret for selskabets afvikling.

Der eksisterer således allerede i dag en administrativ let og derfor hurtig mulighed for at lukke et selskab ved, at ejeren afgiver en erklæring om, at alle kreditorer er betalt, jf. SL § 216. Skulle det vise sig, at der fortsat er ubetalte krav mod selskabet, hæfter ejeren personligt herfor. Har man således stiftet et ApS, men fortrudt, kan man på denne måde lukke selskabet uden omkostninger for andre.

Eksistensen af SL § 216, der gør en ordnet nedlukning mulig, bør medføre, at vælger ejerne *ikke* at bruge denne måde, men i stedet overlader selskabet til tvangsopløsning, da hæfter ejere og den registrerede ledelse solidarisk for omkostningerne, eventuelt opgjort som et fast gennemsnitligt beløb. Indtæg-

terne herfra kan da kompensere de udgifter, der er forbundet med tvangsopløsningen. En sådan hæftelse kan ikke anses for at stride mod princippet om begrænset hæftelse efter SL § 1, stk. 2, fordi ejerne og ledelsen enten kan vælge den førnævnte ordentlige lukningsmulighed efter SL § 216, hvor ejerne påtager sig selskabets forpligtelser, eller, hvor selskabet måtte have en ikke uvæsentlig gæld, at overgive selskabet til konkursbehandling efter SL § 233, hvilket da sikrer en ordnet procedure ved skifteretten. Hæftelsen aktualiseres således kun, såfremt selskabet opgives af sine ejere og ledelsen og efterlades til tvangsopløsning, og hæftelsen udgør således en sanktionering af disse forhold og ikke en fravigelse af den begrænsede hæftelse efter SL § 1, stk. 2.

Hvis denne hæftelse for tvangsopløsning indføres i selskabslovgivningen, behøver man ikke en minimumskapital for at undgå oprettelsen af »unødvendige« selskaber, navnlig ikke såfremt man ved benyttelsen af Erhvervsstyrelsens online registreringssystem til etablering af et nyt selskab advares om, at man risikerer at hæfte for selskabets tvangsopløsning. Systemet bør endvidere advare om, at man som ejer af et kapitalselskab efter fast retspraksis kan blive personligt ansvarlig for selskabets gæld, hvis man har valgt at underkapitalisere det. Disse to tiltag, der kan etableres rent administrativt, når først en lovændring er indført, vil løse problemet med unødvendig selskabsetablering og spare statskassen for store udgifter.

Det må således anbefales, at man ikke blot nedsætter kravet til minimumskapitalen i et ApS, eller helt ophævet kravet herom, selvom det i sig selv er både gavnligt og nødvendigt af hensyn til konkurrenceevnen, men at man i videre omfang reformere selskabslovgivningen for at modvirke misbrug af den begrænsede hæftelse og samordner dette med den øvrige skatte- og konkurslovgivning i nødvendigt omfang.

## **2. Ophævelse af forbuddet for ApS mod at udbyde sin anparter til offentligheden**

### *2.1. Har Danmark en valgmulighed?*

Forslaget ønsker at ophæve forbuddet i SL § 1, stk. 3, hvorefter et ApS ikke må udbyde sine anparter til offentligheden. Ophævelsen af dette forbud skal muliggøre, at danske ApS kan benytte crowdfundingplatforme til at tiltrække kapital. Det er et godt formål, som vil tilgodesse danske ApS i konkurrencen med de øvrige medlemsstater i EU, der længe har haft denne mulighed. Erfaringsmæssigt bidrager crowdfunding også til at få især uerfarne investorer til at interessere sig for investering, hvilket fremhæves som et vigtigt mål for EU i den nylige Draghi rapport.

Forslaget oplyser imidlertid, at det danske forbud ikke strider mod Crowdfundingforordningen (CFR), fordi »selskabslovens forbud udgør en restriktion i forhold til den måde, hvorpå de kan udbydes til offentligheden, som

reelt forhindrer dem i at blive omsat« (forslaget s. 13). Det er en forkert udlægning af gældende ret, fordi det danske forbud ikke er begrundet i reelle, dvs. objektive og praktiske, hindringer og dermed ikke udgør en »reel« forhindring i forordningens forstand.

Det fremgår af CFR, at der med reel forhindring menes omstændigheder, der praktisk forhindrer en omsætning af anparterne, se CFR betragtning 13 og 14, hvor sidstnævnte udtrykkeligt henviser til krav om medvirken af notar ved omsætningen af anparter, hvilket er et krav efter tysk selskabslovgivning. Der findes ingen tilsvarende krav i dansk ret, der kan betragtes som reelle forhindringer for omsætningen af anparter. Tværtimod bestemmer dansk selskabslovgivning direkte, at både anparter og aktier er »frit omsættelige«, jf. SL § 48, hvilket har været retstilstanden siden 1973.

Det bør ikke overses, at CFR er en forordning, ikke et direktiv. Havde retsaktten haft karakter af et direktiv, ville den danske lovgiver have haft en vis valgfrihed ved implementeringen. En sådan valgfrihed giver en forordning ikke. CFR giver således ikke medlemsstaterne en valgfrihed, den giver *borgerne* en række rettigheder, herunder at kapitalselskaber af ApS-typen kan bruge crowdfundingplatforme, medmindre der er reelle forhindringer i national ret.

Denne opfattelse støttes også af en udmelding givet af Rådets juridiske tjeneste under forhandlingerne af CFR i et arbejdspapir (WK 13923/2019 INIT), hvor overvejelser om at give medlemsstaterne en valgfrihed afvises, fordi valget af en forordning som retsakt forpligter medlemsstaterne sådan, at de ikke selv kan beslutte, om de ønsker at være forpligtede. Det anføres i denne sammenhæng (s. 3):

*»Such a solution would amount to allowing Member State to opt in (or opt out) the scope of the Regulation at their will, which is incompatible both with the nature of the instrument used (a Regulation) and with the harmonization objective that is being pursued (...)*

*If Member States want to restrict the scope of application to certain types of company only, that needs to be done on the basis of objective elements and offering adequate motivation for it.«*

Der er i lyset af SL § 48 ingen reelle hindringer for omsætning af anparter andet end lovgivers diskretionære ønske om at forhindre det, og dette ønske må stå tilbage for en forordning, jf. princippet om EU-rettens forrang. Det forhold, at henvisningen om reelle forhindringer senere i forhandlingerne om CFR blev udvidet til at omfatte den måde, som de udbydes eller præsenteres på, ændrer ikke på, at der stadig er tale om praktiske (objektive) hindringer, f.eks. et krav om medvirken af notar som i tysk ret. Skulle medlemsstaterne være tillagt en valgfrihed efter forordningen, skulle dette være eksplicit angivet i forordningens tekst, som tilfældet f.eks. er i Selskabsdirektivet, hvor medlemsstaterne kan vælge, hvilke selskabsformer de ønsker undergivet de

forskellige bestemmelser i direktivet ved at opliste dem i bilagene til direktivet. En sådan løsning om brug af bilag blev overvejet i CFR, men afvist. Der er således ingen valgmulighed for medlemsstaterne, og selskaber af ApS-typen kan derfor benytte den direkte anvendelige CFR til at tilgå crowdfunding-platforme i hele EU.

Disse bemærkninger om fortolkningen af en EU-retlig forordning er i øvrigt unødvendige i denne sammenhæng, der angår tilpasningen af *dansk* lovgivning til forordningen. En sådan fortolkning af EU-retten kan kun afgives autoritativt af EU-Domstolen, eventuelt i hastende tilfælde præliminært af Kommissionen. Så vidt vides, er der ikke opnået en sådan afklaring af forståelsen af CFR på nuværende tidspunkt. Det vil derfor være tilstrækkeligt og sædvanligt kun at forholde sig til gældende dansk ret og bemærke, at det nuværende forbud i SL § 1, stk. 3, ophæves for at muliggøre brugen af CFR for danske ApS. Herved undgås også, at bemærkningerne om forståelsen af CFR skaber tvivl om rækkevidden af CFR i andre medlemsstater, der – i lighed med Danmark – har tilsvarende forbud og har forsømt at forberede efterlevelsen af CFR i rette tid.

Det anbefales derfor, at disse bemærkninger om forståelsen af CFR udgår, inden forslaget forelægges Folketinget.

## 2.2. *En fuldstændig ligestilling?*

Det bør bemærkes, som anført i forslaget (s. 5), at Kommissionen i sin erklæring af 28. juni 2018 har tilkendegivet, at et kapital selskab af ApS-typen ikke bliver undergivet det strenge kapitalbeskyttelsesregime, der tidligere fulgte af 2. Selskabsdirektiv, og som nu indgår i det kodificerede Selskabsdirektiv (2017/1132/EU), blot fordi selskabet måtte udbyde sine anparter til offentligheden. Det kan tilføjes, at Kommissionens tilkendegivelse må anses for en korrekt fortolkning af Selskabsdirektivet, da direktivet ikke indeholder noget forbud mod, at disse selskaber udbyder deres anparter til offentligheden.

Rækkevidden af denne tilkendegivelse synes ikke at være helt erkendt i forslaget, se bemærkningen om en »risiko« for at ApS alligevel bliver omfattet af det strenge kapitalbeskyttelsesregime, såfremt der sker udbud til offentligheden (s. 13). Men det er jo lige præcis denne risiko, som Kommissionen afviser.

Forslaget synes at vægre sig imod at erkende, at i lyset af Kommissionens erklæring er der ingen grund til at sondre mellem et ApS og et A/S, da den eneste grund har været formodningen om, at et ApS efter EU-retten ikke måtte udbyde sine anparter til offentligheden, og denne formodning har altså siden 2018 været erkendt som ubeføjet.

I stedet for at foreslå en delvis ophævelse af forbuddet mod, at et ApS udbyder sine anparter til offentligheden, burde det i stedet overvejes, om ApS og A/S

fuldt ud bør ligestilles på alle områder, hvor EU-retten ikke dikterer forskelle. Dette kræver dog en mere omfattende overvejelse, som muligvis ikke kan foretages i denne folketingssamling.

### 2.3. *Graden af lempelse*

Forslaget til ændring af SL § 1, stk. 3, synes at ville tillade et ApS at foretage et frit udbud af anparter under 5 mio. EUR og endvidere fire muligheder for udbud (nr. 1-4) uden beløbsgrænse, hvor hver mulighed modsvarer de begrænsninger for prospektpligten, der gælder efter prospektforordningen.

Prospektforordningen kræver som udgangspunkt udarbejdelsen af et prospekt ved udbud af værdipapirer, men rummer også et antal undtagelser, der begrænser prospektpligten. Disse begrænsninger i prospektforordningen er begrundet i, at udbud af denne type (nr. 1-4) ikke behøver de særlige foranstaltninger til investorbekyttelse, som varetages af et prospekt, da udbuddet retter sig mod professionelle aktører, der kan passe på sig selv. Det er en fornuftig måde at begrænse investorbekyttelse på, og derfor kan den også benyttes til udbud af anparter til professionelle aktører, hvis et ApS måtte ønske det. Denne del af forslaget til en ny SL § 1, stk. 3, er således hensigtsmæssigt formuleret.

Derimod virker det unødvendigt vidtgående at ville tillade frit udbud under 5 mio. EUR. Som forslaget selv nævner det, behøver et ApS i så fald ikke at benytte en crowdfundingplatform, men kan udbyde sine anparter frit til offentligheden, f.eks. via sociale medier som TikTok og Instagram. Herved er der ikke den investorbekyttelse, som indgår i CFR, hvilket giver risiko for misbrug.

Forslaget har ret i sin betragtning om, at aktier kan udbydes frit til offentligheden, så længe udbuddet er under 8 mio. EUR, fordi det er grænsen efter prospektforordningen. Dette kunne tale for at acceptere også udbud af anparter under 5 mio. EUR uden særlig investorbekyttelse. Man kan imidlertid også indvende, at retsstillingen for aktier er uheldig set i lyset af den manglende investorbekyttelse, men at den følger af bindende EU-ret, og at vi ikke af den grund bør acceptere en tilsvarende mangel på investorbekyttelse for anparter, når dette ikke følger tvingende af EU-retten. Tværtimod bør vi overveje at benytte EU-retten i form af CFR til at sikre investorbekyttelsen ved disse mindre udbud rettet mod uerfarne investorer.

Det anbefales derfor, at forslaget til ændring af SL § 1, stk. 3, ændres sådan, at første led omformuleres og dermed begrænses til at angå udbud, som finder sted efter reglerne i CFR. Det vil af sig selv også medføre den ønskede begrænsning til 5 mio. EUR, fordi det er den nugældende grænse i CFR, og den danske lovbestemmelse behøves ikke ændres ved senere ændringer af CFR. Ved direkte at henvise til udbud under CFR undgår man udbud til offentlig-

heden på anden vis og uden tilsvarende investorbeskyttelse. De fire muligheder i nr. 1-4 kan bevares uændret, da de angår udbud rettet mod professionelle aktører, som ikke har behov for investorbeskyttelse. Undladelsen af at nævne tærskelværdien på 5 mio. EUR vil også gøre det klart, at disse fire muligheder kan bruges uanset udbuddets størrelse, hvilket i den nuværende formulering kun er angivet ved formuleringen »eller«, der i sammenhængen kan skabe fortolkningstvivil.

Det anbefales således, at et ApS kun kan udbyde sine anparter til offentligheden, når dette sker i medfør af CFR, eller udbuddet har karakter af de i nr. 1-4 nævnte forhold.

#### 2.4. Afgrænsning og terminologi

I forslaget til en ny SL § 1, stk. 4, ønskes indført et forbud mod, at et ApS kan udbyde sine anparter på et reguleret marked eller en MHF, hvilket er de to markedspladser (børser), som eksisterer for offentlig handel med værdipapirer ved siden af crowdfundingplatforme. I denne sammenhæng nævner forslaget (s. 15 f.), at anparter som konsekvens af ændringen af SL § 1, stk. 3, må anses for »omsættelige værdipapirer«. Formuleringen er uheldig og kan udgå, da den ikke synes nødvendig i sammenhængen, og endvidere er stk. 4 næppe nødvendig.

Som allerede nævnt angiver SL § 48, at kapitalandele er frit omsættelige, og af SL § 5, nr. 15, følger, at kapitalandele er anparter og aktier. Dette ændres ikke af forslaget og bør heller ikke ændres. Det strenge kapitalregime i Selskabsdirektivet gælder kun for de selskaber, som medlemsstaterne har opregnet i et særligt bilag, og her har Danmark kun angivet A/S. Kommissionen har bekræftet, at regimet dermed ikke gælder for ApS, uanset om de kan udbyde deres anparter til offentligheden.

Kapitalmarkedslovens (KML) § 4 definerer »omsættelige værdipapirer«, og af definitionen fremgår, at den kun omfatter aktier og ikke anparter. Bestemmelsen i KML henviser således ikke til *kapitalandele*, sådan som SL gør, og angivelsen af aktier er dermed tilsigtet. Definitionen er i øvrigt en tekstnær gennemførelse af samme begreb i MiFID2, art. 4, nr. 44. Disse formuleringer ændres heller ikke af forslaget.

Det er derfor ikke klart, hvorfor en ændring af SL § 1, stk. 3, uden en tilsvarende ændring af enten MiFID eller KML, skulle medføre, at anparter bliver omfattet af det kapitalmarkedsretlige begreb om omsættelige værdipapirer. Denne uklarhed taler for, at bemærkningen bør udgå af forslaget.

Endvidere synes det at være unødvendigt at indsætte et specifikt forbud for ApS mod at bruge de to markedspladser i forslagets § 1, stk. 4, hvis man i stedet, som anbefalet i pkt. 2.3 ovf., præciserede i stk. 1, at et ApS *kun* kan udbyde sin anparter til en crowdfundingplatform efter reglerne i CFR, da en

sådan formulering samtidig afskærer brugen af de to markedspladser. Da de to markedspladser derved afskæres, bliver det tilsvarende klart, at anparter ikke uden yderligere lovændringer kan anses for omsættelige værdipapirer efter KML § 4.

Den anbefalede løsning er således at præcisere, at et ApS må udbyde sine anparter til offentligheden, når dette sker efter CFR, hvilket sikrer investorbeskyttelsen, og i de særlige omstændigheder nævnt i stk. 1-4, hvor investorbeskyttelsen ikke er nødvendig. Det forekommer at være en mere smidig og klar løsning. Ønsker man mere omstændeligt at understrege, at et ApS som udgangspunkt ikke kan udbyde sine anparter til offentligheden, kan stykke 1 indledes på denne måde, hvorefter de særlige tilladte udbudsmåder (CFR og nr. 1-4) kan præsenteres som undtagelse.

---ooOoo---

Samlet kan jeg således bekræfte, at forslaget efter min vurdering er et tiltrængt skridt fremad, der vil gavne danske iværksættere og dermed det danske samfund. Jeg håber, at mine bemærkninger og ændringsforslag vil bidrage yderligere hertil.

Det haster med at få ændret forbuddet i SL § 1, stk. 3, og jeg håber, at dette kan ske snarest muligt. Ikke desto mindre må jeg opfordre til, at den fundamentale ændring af retsstillingen for ApS i forhold til A/S, som Crowdfundingforordningen indebærer, og som Kommissionen for længst har accepteret, giver anledning til en mere overordnet og gennemgribende revision af Selskabsloven fra 2009. Dansk erhvervsliv og vores iværksættere kan ikke være tjent med, at loven humper videre med en stærkt amputeret § 1 på denne måde.

Såfremt mine bemærkninger til høringen giver anledning til spørgsmål, står jeg til rådighed.

Med venlig hilsen



Jesper Lau Hansen  
Professor, Dr. Jur. & LL.M.

Erhvervsstyrelsen  
Dahlerups Pakhus  
Langelinie Allé 17  
2100 København Ø



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

Forskergruppen CLEAR  
Juridisk Institut  
Aalborg Universitet  
Fibigerstræde 4  
9220 Aalborg Ø

Dato: 4. oktober 2024

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

### 1. INTRODUKTION

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

#### 1.1. BEGREBER

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

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

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



## 2. SAMMENFATTEDE BEMÆRKNINGER

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

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

### **Vi konkluderer at:**

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

### **Det er vores forslag at:**

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

## Vi vurderer at:

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

## 3. KOMMENTARER TIL LOVFORSLAGET

### 3.1. EKSISTERENDE IMPLEMENTERINGSFEJL BØR KORRIGERES

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

### 3.2. LEMPELSE ER MULIGT, MEN GIVER ANLEDNING TIL OVERVEJELSER

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### *En vidtgående åbning*

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

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

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

#### *Anparts- og aktieselskaber har ikke samme vilkår*

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

#### *Der er ikke samme beskyttelsesincitamenter ved eget udbud*

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

#### *Alternativ*

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

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

#### *Støtte til at lade den allerede kendte afgrænsning være gældende*

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

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

#### *Alternativ – et principielt valg*

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

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

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

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

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

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

### 3.6. SKATTERETLIGE ASPEKTER

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

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

### 3.7. ERFARINGER FRA UDLANDET

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

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

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

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

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

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

## 4. REFERENCER

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

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