

Orientering om samspillet mellem alternativ finansiering og den finansielle regulering

I gennem nogle år er der især i udlandet men også i Danmark gjort forsøg på at skaffe finansiering til projekter af forskellig art via andre finansieringskilder end den traditionelle bankfinansiering. Finanstilsynet bliver i den forbindelse ofte mødt med spørgsmål om, hvordan alternativ finansiering skal ses i sammenhæng med den finansielle regulering. Finanstilsynet vil derfor med nærværende orientering forsøge at give udbydere af enkeltprojekter, der søger alternativ finansiering, og udbydere af platforme, der faciliterer alternativ finansiering, en nærmere gennemgang af de regler på det finansielle område, som man skal iagttage og eventuelt leve op til.

Orienteringen giver indledningsvis en kort beskrivelse af, hvad crowdfunding og peer-to-peer dækker over. Herefter gennemgås de relevante regler på det finansielle område og endelig gives der i skematisk form et samlet overblik over reglerne.

Crowdfunding som begreb

Begrebet dækker i nærværende over aktiviteter uden den fornødne finansiering, hvor initiativtagerne henvender sig til et større eller mindre antal personer med det formål at opnå finansieringen fra dem. Henvendelsen sker typisk via internettet, og det er sjældent, at de involverede personer kender hinanden på forhånd. De involverede beløb for både den samlede aktivitet og de enkelte bidrag er sædvanligvis små.

Sigtet med crowdfunding kan være mangeartet, men i nærværende tages der udgangspunkt i de crowdfunding aktiviteter, hvor indskyderen forventer et afkast af pengemæssig karakter, og hvor modydelsen derfor typisk har karakter af et værdipapir eller et indlånsbevis.

Finanstilsynet modtager løbende henvendelser fra personer, som på forskellig vis giver udtryk for en interesse i at iværksætte en platform for crowdfunding. Disse henvendelser omhandler typisk equity crowdfunding, hvor betegnelsen dækker over, at indskyderen modtager en kapitalandel i det kapitalføgende selskab som modydelse for indskuddet. Man kan dog også forestille sig, at modydelsen sker i andre former for værdipapirer så som obligationer, og uanset hvilken form for værdipapir der er tale om, bør man som udbyder være opmærksom på, om man falder inden for den finansielle regulering.

Peer-to-peer som begreb

Begrebet peer-to-peer dækker over aktiviteter, hvor personer eller virksomheder ønsker at yde eller modtage lån (herefter långivere og låntagere) af andre personer eller virksomheder. Långivere og låntagere registrerer sig typisk på peer-to-peer virksomhedens hjemmeside, og under nærmere fastsatte vilkår og betingelser gives der långivere og låntagere mulighed for at modtage eller yde lån til andre registrerede låntagere og långivere. Der vil typisk være tale om mindre beløb, som fordeles på flere låntagere for at minimere risikoen for långiver.

Peer-to-peer virksomheder kan antage forskellig form. Der kan f.eks. være tale om, at peer-to-peer virksomheden administrerer og fordeler lånene blandt sine registrerede låntagere og långivere, eller at virksomheden auktionerer lånene bort, således at en långiver kan byde på de forskellige lån, og en låntager kan acceptere det mest favorable lånetilbud.

Uanset hvilken slags peer-to-peer virksomhed der er tale om, skal virksomheden være opmærksom på, om den falder ind under den finansielle lovgivning.

Formålet med den finansielle regulering

Den finansielle lovgivning med krav om blandt andet tilladelse til at udøve forskellige former for finansiell virksomhed har til formål at sikre bl.a. indskydere og investorer samt at sikre den finansielle stabilitet. Dette sker via regler, der skal sikre, at de virksomheder, som indskydere/investorer/långivere betror deres midler til, drives på et tilstrækkeligt kapitalgrundlag, med respekt for markedets integritet og på en måde, der sikrer kunder rimelige vilkår.

Derfor indeholder lovgivningen bl.a. kapitalkrav, krav til prospekter og regler om god skik. Selv om en udbyder eller formidlere af alternativ finansiering ikke udfører aktiviteter, der er omfattet af den finansielle lovgivning, og dermed ikke er omfattet af de regler, der er beskrevet nedenfor, skal man være opmærksom på, at man skal følge de generelle adfærdsregler i markedsføringsloven

De enkelte regler

Som udbyder eller formidler af alternativ finansiering bør man være opmærksom på, om en eller flere af de følgende regelsæt finder anvendelse på ens aktivitet. I gennemgangen er der taget udgangspunkt i de regelsæt, som Finanstilsynet vurderer at være relevante, men man skal samtidig være klar over, at der ikke er tale om en udtømmende liste.

1. Prospektregler

I det tilfælde at crowdfunding struktureres på en sådan måde, at indskyderne af kapital modtager værdipapirer som modydelse, kan der være tale om et udbud af værdipapirer til offentligheden. Såfremt et sådan udbud af værdipapirer overstiger 1 mio. euro, skal der som udgangspunkt udarbejdes et prospekt, som skal godkendes af Finanstilsynet.

Prospektreglerne i Danmark kan inddeles i to kategorier: "små prospekter" og "store prospekter".

Reglerne for små prospekter følger af kapitel 12 i lov om værdipapirhandel m.v., samt af den "lille prospektbekendtgørelse"¹. Reglerne finder anvendelse for offentlige udbud af værdipapirer mellem 1 og 5 mio. euro.

Reglerne for store prospekter følger af kapitel 6 i lov om værdipapirhandel m.v., samt af den "store prospektbekendtgørelse"². Reglerne finder anvendelse for udbud af værdipapirer, der optages til handel på et reguleret marked og ved offentlige udbud af værdipapirer over 5 mio. euro.

Ovenstående betyder således, at der for offentlige udbud af værdipapirer under 1 mio. euro ikke gælder prospektpligt i Danmark. Skal værdipapirerne optages til handel på et reguleret marked, vil der dog skulle udarbejdes et

¹ Bekendtgørelse nr. 644 af 19. juni 2012 om prospekter ved offentlige udbud mellem 1.000.000 euro og 5.000.000 euro af visse værdipapirer.

² Bekendtgørelse nr. 643 af 19. juni 2012 om prospekter for værdipapirer, der optages til handel på et reguleret marked, og ved offentlige udbud af værdipapirer over 5.000.000 euro.

prospekt i henhold til reglerne for store prospekter – uanset udbuddets størrelse.

Den umiddelbart største forskel mellem prospekter udarbejdet efter de to bekendtgørelser er, at indholdskravet til et prospekt efter den ”store prospektbekendtgørelse” er langt mere omfattende end de som følger af den ”lille prospektbekendtgørelse”.

Undtagelser fra prospektpligten

Der findes en række undtagelser fra prospektpligten, som stort set er de samme for begge prospektbekendtgørelser. Her gennemgås derfor alene undtagelserne i forhold til små prospekter.

Det fremgår af § 2 i den ”lille prospektbekendtgørelse”, at prospektpligten ikke finder anvendelse på følgende udbud

- 1) Udbud af værdipapirer, der udelukkende er rettet til ”kvalificerede investorer”³.
- 2) Udbud af værdipapirer, der er rettet til færre end 150 fysiske eller juridiske personer pr. land indenfor Den Europæiske Union eller pr. land, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område, som ikke er ”kvalificerede investorer”.
- 3) Udbud af værdipapirer, der er rettet til investorer, som erhverver værdipapirer for i alt mindst 100.000 euro pr. investor for hvert særskilt udbud.
- 4) Udbud af værdipapirer, hvis pålydende pr. værdipapir beløber sig til mindst 100.000 euro.

For så vidt angår undtagelse nr. 2) skal det bemærkes, at det ikke er muligt at annoncere på en crowdfundingplatform eller udsteders hjemmeside og derefter begrænse udbuddet til de eksempelvis første 149 personer, som henvender sig. Dette gælder tilsvarende såfremt der annonceres på eksempelvis sociale medier eller i dagspressen.

Dette betyder med andre ord, at det er den generelle annoncering af projektet – og ikke antallet af investorer – der er afgørende for, om udbuddet af Finanstilsynet betragtes som at nå ud til 150 eller flere personer.

Det er imidlertid ikke alle typer af værdipapirer, der er omfattet af prospektpligten, ligesom der gælder en sondring mellem hvilken typer af værdipapi-

³ ”Kvalificerede investorer” er defineret i § 2 i ”den store prospektbekendtgørelse”.

rer, der er omfattet af den "lille", hhv. "store prospektbekendtgørelse", jf. afsnittet om definitionen på værdipapirer og finansielle instrumenter længere fremme i notatet.

Godkendelse af prospekter

Finanstilsynet er den i Danmark kompetente myndighed for godkendelse af prospekter.

Finanstilsynet har generelle retningslinjer for sagsbehandlingstiden for godkendelsen af et aktieprospekt. Som udgangspunkt benytter Finanstilsynet 10 arbejdsdage til at gennemgå første indsendte udkast og komme med bemærkninger. Ved hver efterfølgende gennemgang benytter Finanstilsynet 5 arbejdsdage. Et prospekt gennemgår normalt 4 behandlinger hos Finanstilsynet, inden det kan godkendes. For nærmere oplysninger om processen for godkendelse af prospektet henvises til "Praktisk information hvis du overvejer et offentligt udbud af værdipapirer mellem 1 og 5 mio. euro". Denne kan findes på Finanstilsynets hjemmeside⁴. I henhold til Finanstilsynets praksis skal et prospekt være underskrevet af de ansvarlige, dvs. af medlemmerne af direktionen, bestyrelsen og eventuelt repræsentantskabet, før end det kan godkendes af Finanstilsynet og efterfølgende registreres i Erhvervsstyrelsen.

2. Indlåns- og Sparevirksomhed

I de tilfælde, hvor formidlingen af alternativ finansiering struktureres på en sådan måde, at virksomheden fra offentligheden modtager indlån, eller andre midler, der skal tilbagebetales, vil virksomheden skulle have tilladelse som pengeinstitut eller sparevirksomhed.⁵

Pengeinstitutvirksomhed

Vurderingen af om en virksomhed kræver pengeinstituttiladelse er 4-leddet. Finanstilsynet foretager en konkret vurdering og kigger på følgende:

- 1) Om virksomheden modtager indlån, eller andre midler der skal tilbagebetales.
- 2) Om indlånene eller de andre midler, der skal tilbagebetales, modtages fra offentligheden.
- 3) Om virksomheden yder lån for egen regning.

⁴ <http://www.finanstilsynet.dk/da/indberetning/vejledninger-og-informationer/vejledninger/vejledning-prospekter.aspx>

⁵ Jf. lov om finansiel virksomhed § 7 for pengeinstitutter og § 334 for sparevirksomheder.

- 4) Hvis der er tale om andre midler, der skal tilbagebetales, fra offentligheden, om de andre midler eller udlånsvirksomheden da udgør en væsentlig del af virksomhedens drift.

Indlån og andre midler, der skal tilbagebetales, defineres som indskud, hvor indskyderen har krav på at få indskuddet tilbagebetalt i sin helhed, uanset modtagerens økonomiske stilling.

Typeeksemplet på andre midler der skal tilbagebetales, er massegældsbreve,⁶ herunder erhvervsobligationer⁷.

Ønsker en virksomhed at udstede erhvervsobligationer til offentligheden, vil virksomheden som udgangspunkt ikke falde ind under reglerne om pengeinstitut eller sparevirksomhed, såfremt der udarbejdes et prospekt efter reglerne i lov om værdipapirhandel mv. – se afsnit 1 om prospektregler. For en nærmere uddybning af denne undtagelse, samt en generel fortolkning af de fire ovenfor nævnte betingelser, henvises der til Finanstilsynets fortolkning af § 7, stk. 1 og stk. 3, 3. pkt. samt § 334, som findes på Finanstilsynets hjemmeside.⁸

Sparevirksomhed

Ydes der ikke lån for egen regning, men modtages der enten indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales fra offentligheden, vil virksomheden kunne falde ind under definitionen af en sparevirksomhed.

En sparevirksomhed defineres som en virksomhed, der udøver virksomhed, som består i erhvervsmæssigt eller som et væsentligt led i deres drift at modtage indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales fra offentligheden, og som anbringer de således modtagne midler på anden måde end ved indsættelse i et pengeinstitut.⁹ Definitionen medfører, at indsættes midlerne i et pengeinstitut, vil virksomheden som udgangspunkt ikke falde ind under begrebet "sparevirksomhed".

⁶Jf. gældslovens § 4, stk. 2.

⁷ Jf. bemærkningerne til § 7 i lov om finansiel virksomhed.

⁸<http://www.ftnet.dk/da/Regler-og-praksis/Tilsynsreaktioner/2012/FIL-7-334-Finanstilsynets-Fortolkning-modtagelse-andre-tilbagebetalingspligtige-midler.aspx>

⁹ Jf. lov om finansiel virksomhed § 334.

En virksomhed skal være opmærksom på, at det ikke er tilladt at henvende sig til offentligheden som modtager af indlån, medmindre virksomheden har tilladelse som pengeinstitut.¹⁰

Tilladelse som pengeinstitut

En række betingelser skal være opfyldt, før en virksomhed kan opnå tilladelse som pengeinstitut. Det fremgår blandt andet af lov om finansiel virksomhed § 14 og § 7, hvilke betingelser, der skal være opfyldt for at opnå tilladelse.

Tilladelsen gives alene til aktieselskaber, der har en aktiekapital, der mindst udgør et beløb svarende til 8 mio. euro¹¹.

Derudover skal selskabet have en bestyrelse og direktion, der opfylder kravene til egnethed og hæderlighed i lov om finansiel virksomhed § 64.

En ansøgning om tilladelse som pengeinstitut, skal indeholde de oplysninger der er nødvendige til brug for Finanstilsynet vurdering. Det materiale, der sædvanligvis skal indsendes i forbindelse med en ansøgning om pengeinstituttilladelse findes i bemærkningerne til lov om finansiel virksomhed § 14.¹²

Ovenstående materiale skal indeholde en driftsplan for den påtænkte virksomhed. Denne driftsplan vil danne udgangspunktet for Finanstilsynets vurdering af forsvarligheden og holdbarheden af den påtænkte virksomhed.

Inden en officiel ansøgning om tilladelse til at drive pengeinstitutvirksomhed indsendes, anbefales det, at virksomheden tager kontakt til Finanstilsynet.

Tilladelse som sparevirksomhed

Virksomheder, der søger om tilladelse som sparevirksomhed, skal have en aktiekapital, der mindst udgør et beløb svarende til 1 mio. euro.

§ 14 i lov om finansiel virksomhed finder tilsvarende anvendelse på sparevirksomheder.

3. Udbydere af betalingstjenester

Hvis en virksomhed tilbyder at overføre midler direkte fra indskydere til virksomheder eller foreninger, der søger kapital, kan der være tale om aktivite-

¹⁰Jf. lov om finansiel virksomhed § 7, stk. 4.

¹¹ Det forventes, at kravet pr. 1. januar 2014 ændres til 5 mio. euro.

¹² Lovforslag nr. 176 fremsat den 12. marts 2003.

ter, som er omfattet af lov om betalingstjenester, og som det kræver en tilladelse fra Finanstilsynet for at kunne udføre.

Der vil således være tale om pengeoverførselsvirksomhed, hvis man modtager et bestemt beløb fra en indskyder og tilbyder at overføre dette beløb til en bestemt modtager eller en udbyder af betalingstjenester, som kan modtage beløbet på betalingsmodtagers vegne.

Begrænset tilladelse til pengeoverførselsvirksomhed

Hvis man vil drive pengeoverførselsvirksomhed, skal man som udgangspunkt have en tilladelse som betalingsinstitut. Det er dog muligt at opnå tilladelse på mere lempelige vilkår, hvis omfanget af pengeoverførselsvirksomheden er begrænset.

Det er muligt at få en begrænset tilladelse til udbud af betalingstjenester, hvis de gennemsnitlige samlede betalingstransaktioner for de forudgående 12 måneder ikke overstiger 3 mio. euro.

Herudover skal virksomheden opfylde følgende betingelser for at kunne opnå en tilladelse:

- 1) Virksomheden har hovedkontor og hjemsted i Danmark eller i et andet land i den Europæiske Union eller i et land, som den Europæiske Union har indgået en aftale med på det finansielle område,
- 2) Virksomheden har forretningsgange på alle væsentlige aktivitetsområder, f.eks. for aftaleindgåelse og fejlhåndtering,
- 3) Medlemmerne af virksomhedens bestyrelse og direktion og, hvor det er relevant, ledelsesansvarlige for virksomhedens udbydelse af betalingstjenesten, er "Fit & proper". Det samme gælder for personlige ansvarlige i interessentskaber og indehavere af enkeltmandsvirksomheder.
- 4) Betalingstjenesten har et begrænset anvendelsesområde.

Derimod stilles der ikke kapitalkrav til en virksomhed med begrænset tilladelse til udbud af betalingstjenester.

4. Værdipapirhandlere

Crowdfunding platforme kan være omfattet af den type aktiviteter, der kræver tilladelse som værdipapirhandler.

Det fremgår således af § 9, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed, at det kræver tilladelse som værdipapirhandler, såfremt man udfører aktiviteter omfattet af lovens bilag 4, afsnit A.

Aktiviteter som er omfattet af bilag 4, afsnit A, er bl.a. modtagelse, formidling og udførelse af ordrer vedrørende finansielle instrumenter på vegne af investorer, jf. bilag 4, afsnit A, nr. 1 og 2, til lov om finansiell virksomhed. Det vil sige, at personer og virksomheder, som påtænker at etablere en hjemmeside eller platform, hvor to eller flere investorer bringes i forbindelse med hinanden, således at der tilvejebringes en transaktion, skal have en tilladelse som værdipapirhandler.

Dette gælder imidlertid kun såfremt de pågældende transaktioner vedrører finansielle instrumenter omfattet af bilag 5 til lov om finansiell virksomhed. Omfattet af bilag 5 til lov om finansiell virksomhed er eksempelvis aktier i aktieselskaber samt værdipapirer, der kan sidestilles med aktier, herunder anparter i kommanditselskaber med flere end 10 deltagere.

Virksomheder, som driver en crowdfunding platform, skal derfor som udgangspunkt have tilladelse som værdipapirhandler, såfremt virksomhedens hjemmeside/platform gør det muligt at bringe investorer i forbindelse med kapitalføgende aktieselskaber, eller selskaber som er at sidestille med aktieselskaber, med henblik på at tilvejebringe en transaktion vedrørende aktier o.lign. Ligeledes vil det kræve tilladelse, hvis kapitalføgende virksomheder på platformen udbyder virksomhedsobligationer eller andre gældsinstrumenter omfattet af bilag 5 til lov om finansiell virksomhed.

Der er ingen bagatelgrænse i relation til ovenstående regler om kravet om tilladelse som værdipapirhandler, og derfor vil virksomheder som driver en crowdfunding platform blive omfattet selv ved transaktioner vedrørende mindre beløb, såfremt transaktionerne vedrører finansielle instrumenter omfattet af bilag 5 til lov om finansiell virksomhed.

Hvis en virksomhed opnår tilladelse som værdipapirhandler, vil virksomheden bl.a. være omfattet af reglerne om investorbeskyttelse. Reglerne har bl.a. til formål at sikre, at personer og virksomheder, der foretager investeringer, gør det i produkter, der er egnede og hensigtsmæssige for dem, at de modtager fyldestgørende information om produktet, og at handlerne gennemføres på betryggende vis.

Undtagelse til reglerne

Det følger af § 9, stk. 4, i lov om finansiell virksomhed, at der ikke er krav om tilladelse som værdipapirhandler, ved en virksomheds udførelse af handel med og formidling af værdipapirer, som virksomheden selv udsteder. En virksomhed må således godt handle og formidle aktier eller virksomhedsob-

ligationer udstedt af virksomheden selv. Som nævnt i pkt. 1, kan sådanne udstedelser dog være omfattet af prospektpligt.

Forudsætningen for, at der er et krav om tilladelse som værdipapirhandler, er endvidere, at aktiviteterne sker på et erhvervmæssigt grundlag for tredjemand, jf. § 9, stk. 3, 1. pkt., i lov om finansiel virksomhed. Ved erhvervmæssigt grundlag forstås, at der ved transaktionen er tilstræbt en økonomisk fordel for udbyderen eller at ydelsen på lignende måde indgår som en del af et forretningsmæssigt forhold. Det er imidlertid udelukkende transaktioner af privat karakter, som for eksempel hjælp til familiemedlemmer, som ikke sker på et erhvervmæssigt grundlag, og derved kan selv crowdfunding platforme, som er non-profit, blive omfattet af kravet om tilladelse som værdipapirhandler.

Derudover har Finanstilsynet udarbejdet en bekendtgørelse¹³, hvoraf det fremgår hvilke personer og virksomheder, der kan udføre tjenesteydelser i forbindelse med værdipapirhandel på erhvervmæssigt grundlag uden tilladelse efter lov om finansiel virksomhed. Det er imidlertid Finanstilsynets vurdering, at bekendtgørelsen ikke i stort omfang vil kunne anvendes i relation til crowdfunding.

Tilladelse som værdipapirhandler

En række betingelser skal være opfyldt, før en virksomhed kan opnå tilladelse som værdipapirhandler. Værdipapirhandlere, som ikke har tilladelse som pengeinstitut, realkreditinstitut eller investeringsforvaltningsselskab¹⁴ er fondsmæglerselskaber, jf. § 9, stk. 2, 1. pkt., i lov om finansiel virksomhed.

Det fremgår blandt andet af lov om finansiel virksomhed § 14 og § 9, hvilke betingelser, der skal være opfyldt for at opnå tilladelse til at drive fondsmæglervirksomhed.

Tilladelsen gives alene til aktieselskaber, der har en aktiekapital, der mindst udgør et beløb svarende til enten 0,3 mio. euro eller 1 mio. euro, afhængig af de påtænkte aktiviteter, jf. § 9, stk. 8, i lov om finansiel virksomhed. Fondsmæglerselskaber skal desuden opfylde andre krav til kapitalen. Blandt andet skal fondsmæglerselskaber have en kapital, der mindst svarer til en

¹³ Bekendtgørelse nr. 676 af 26. juni 2012 om hvilke fysiske og juridiske personer der kan udføre tjenesteydelser i forbindelse med værdipapirhandel på erhvervmæssigt grundlag uden tilladelse efter lov om finansiel virksomhed.

¹⁴ I henhold til hhv. § 7, stk. 2, 8, stk. 2, eller 10, stk. 2, i lov om finansiel virksomhed.

fjerdedel af foregående års faste omkostninger, jf. § 125, stk. 5, i lov om finansiel virksomhed.

Derudover skal selskabet have en bestyrelse og direktion, der opfylder kravene til egnethed og hæderlighed § 64 i lov om finansiel virksomhed.

En ansøgning om tilladelse som fondsmæglerselskab, skal indeholde de oplysninger der er nødvendige til brug for Finanstilsynet vurdering. Det materiale, der skal indsendes i forbindelse med en ansøgning om tilladelse som fondsmæglerselskab fremgår af ansøgningsskemaet, der kan findes på Finanstilsynets hjemmeside¹⁵.

Ansøgningen skal blandt andet indeholde en driftsplan for den påtænkte virksomhed. Denne driftsplan vil danne udgangspunktet for Finanstilsynets vurdering af forsvarligheden og holdbarheden af den påtænkte virksomhed.

5. Forvaltere af alternative investeringsfonde

En crowdfunding platform, hvor investorer bliver tilbudt et udvalg af iværksættervirksomheder (start-ups), som de kan investere i for at kunne opnå et potentielt afkast kan være omfattet af lov om forvaltere af alternative investeringsfonde¹⁶, der regulerer forvaltning af alternative investeringsfonde (FAIF-loven).

Det er en betingelse for at platformen kan være omfattet af FAIF-loven, at den kan betegnes som en alternativ investeringsfond (herefter AIF). Personer, der leder en AIF vil blive forvaltere af denne AIF og dermed være underlagt regulering i FAIF-loven.

Definition af en AIF

En AIF defineres i lovens¹⁷ § 3, stk. 1, nr. 1 som en kollektiv investeringsenhed eller investeringsafdeling heraf, som:

- 1) Rejser kapital fra en række investorer med henblik på at investere den i overensstemmelse med en defineret investeringspolitik til fordel for disse investorer og
- 2) Ikke skal have tilladelse i helhold til de regler, der gennemfører artikel 5 i direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og

¹⁵ <http://www.finanstilsynet.dk/da/Indberetning/Soeg-tilladelse/Ansoeg/Ansoegning-Tilladelse-Fondsmaegler.aspx>

¹⁶ Lov nr. 598 af 12/06/2013 om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.

¹⁷ Lov nr. 598 af 12/06/2013 om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.

administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter)

En kollektiv investeringsenhed er en virksomhed, som samler kapital, som den har modtaget fra en række investorer med henblik på at investere den for at opnå samlet afkast til investorerne.

Der skal således være tale om, at platformen rejser kapital fra mere end én investor, som den derefter investerer i nogle aktiver – f.eks. virksomheder, råvarer, finansielle instrumenter osv.

Endvidere skal der eksistere en fastlagt og defineret investeringspolitik for investeringsenheden. Denne investeringspolitik skal beskrive, hvordan den samlede kapital vil blive investeret. Det følger af FAIF-loven, at denne investeringspolitik skal fremgå af investeringsenhedens konstituerende dokumenter.

Der henvises i øvrigt til bekendtgørelse om alternative investeringsfonde for yderligere information om definitionen af en AIF¹⁸.

Tilladelse eller registrering

Hvis en crowdfunding platform falder ind under definitionen af en AIF, skal personer, der driver den, enten registreres som forvalter hos Finanstilsynet eller søge om tilladelse som forvalter af alternative investeringsfonde for at kunne markedsføre sig til professionelle investorer. Hvis AIF'en skal markedsføres til detailinvestorer, som tilfældet er i forbindelse med crowdfunding, skal ledelsen af hjemmesiden søge om tilladelse hos Finanstilsynet for at blive en forvalter af alternative investeringsfonde og derefter søge om en særskilt tilladelse til at markedsføre sig til detailinvestorer.¹⁹

Omvendt, hvis crowdfunding platformen ikke opfylder betingelserne for at være en AIF, bliver personer, der leder den ikke anset som forvalter af alternative investeringsfonde og skal ikke søge om godkendelse eller tilladelse hos Finanstilsynet.

Sagsbehandling

Hvis ledelsen af en crowdfunding platform vurderer, at den kan defineres som en AIF, skal ledelsen søge om tilladelsen hos Finanstilsynet. Idet den

¹⁸ Bekendtgørelse nr. 782 af 26/06/2013 om alternative investeringsfonde

¹⁹ Markedsføringen til detailinvestorer er særskilt reguleret i bekendtgørelse nr. 866 af 28/06/2013 om tilladelse til forvaltere af alternative investeringsfonde til markedsføring til detailinvestorer.

nye lovgivning trådte i kraft den 22. juli 2013 er der en overgangsperiode, som gælder for alle forvaltere, der driver virksomhed per 22. juli 2013. Dette betyder, at alle crowdfunding platforme, der allerede eksisterer på Internettet skal have en godkendt forvalter inden den 22. juli 2014 og skal ikke indstille deres arbejde i løbet af denne periode. Omvendt gælder det, at alle nye platforme, der ikke er lanceret senest den 22. juli 2013 ikke må markedsføres til potentielle investorer efter den 22. juli 2013 uden en forudgående tilladelse fra Finanstilsynet.

For nærmere information om den nye regulering af forvaltere af alternative investeringsfonde anbefales det at besøge Finanstilsynets hjemmeside²⁰, der giver en god introduktion til dette område og beskriver de forpligtelser, der følger af den nye regulering. Endvidere kan der hentes et ansøgnings-skema under afsnit "Tilladelse og registrering".

Sagsbehandlingsfristen for ansøgninger om tilladelse som forvalter af alternative investeringsfonde er 3 måneder efter indgivelse af den fuldstændige ansøgning til Finanstilsynet. Behandling af ansøgning om tilladelse til at markedsføre en alternativ investeringsfond til detailinvestorer vil tage yderligere 3 måneder.

6. Hvidvask og Terrorfinansiering

Overfor er beskrevet en række aktiviteter forbundet med alternativ finansiering, som kan blive omfattet af regler på det finansielle område.

Følgende aktiviteter, som kan forbindes med crowdfunding, er ligeledes omfattet af hvidvaskloven, jf. dennes bilag 1:

- 1) Modtagelse af indlån og andre tilbagebetalingspligtige midler.
- 2) Udlånsvirksomhed, herunder bl.a. forbrugerkreditter, realkreditlån, factoring og diskontering, handelskreditter (inkl. forfajtering)
- 3) Finansiell leasing
- 4) Erhvervsmæssig fysisk pengetransport
- 5) Udstedelse og administration af rejsechecks, bankveksler og lignende betalingsinstrumenter
- 6) Sikkerhedsstillelse og garantier
- 7) Transaktioner for egen eller kunders regning vedrørende pengemarkedsinstrumenter (checks, veksler, indskudsbeviser m.v.), valuta-markedet, finansielle futures og optioner, valuta- og renteinstrumenter samt værdipapirer

²⁰ <http://www.finanstilsynet.dk/da/Temaer/Kollektive-investeringer/FAIF.aspx>

- 8) Medvirken ved emission af værdipapirer og tjenesteydelser i forbindelse hermed
- 9) Rådgivning til virksomheder vedrørende kapitalstruktur, industristrategi og dermed beslægtede spørgsmål og rådgivning samt tjenesteydelser vedrørende sammenslutning og opkøb af virksomheder.
- 10) Pengeformidling (money broking)
- 11) Porteføljeadministration og -rådgivning
- 12) Opbevaring og forvaltning af værdipapirer
- 13) Boksudlejning

Virksomheder, der erhvervsmæssigt udøver en eller flere af aktiviteterne i hvidvasklovens bilag 1, skal anmelde sig selv til registrering hos Finanstilsynet, jf. lovens § 34, stk. 2.

Det vurderes, at f.eks. peer-to-peer aktiviteter oftest vil blive betragtet som udlånsvirksomhed.

Hvidvasklovens krav

Hvidvaskreguleringen har til formål at medvirke til bekæmpelse af kriminalitet

- 1) Ved at begrænse mulighederne for misbrug af det finansielle system til hvidvask af udbytte og finansiering af terrorisme, og
- 2) Ved at lette politiets efterforskning af kriminalitet.

For at imødekomme formålet, skal de omfattede virksomheder efterleve en række krav. Virksomhederne skal bl.a. have kendskab til sine kunder ved at indhente legitimation på kunderne, herunder have kendskab til virksomhedskunders ejer- og kontrolstruktur og indhente legitimation på disses reelle ejere. Faste kunders transaktioner skal overvåges og virksomhederne skal generelt være opmærksomme på aktiviteter, der kan have tilknytning til hvidvask og terrorfinansiering og undersøge og indberette transaktioner, som vurderes at kunne have tilknytning til hvidvask og terrorfinansiering.

For nærmere information om hvidvasklovens krav henvises til "Vejledning om lov om forebyggende foranstaltninger mod hvidvask af udbytte og finansiering af terrorisme (hvidvaskloven)". Denne kan findes på Finanstilsynets hjemmeside²¹. Vejledningens kapitel 4 indeholder miniguide til hvidvasklovens krav.

²¹ <http://93.176.78.166/Emne.aspx?id={76096197-D03A-44D2-85DF-BF2D22C66380}&name=Hvidvask>

Registreringspligt

Virksomheder, der erhvervsmæssigt udøver en eller flere af aktiviteterne i hvidvasklovens bilag 1, herunder indlånsvirksomheder, skal anmelde sig selv til registrering hos Finanstilsynet, jf. lovens § 34, stk. 2. Registeret er offentligt tilgængeligt på Finanstilsynets hjemmeside.

Anmeldelse skal ske, selvom aktiviteten ikke er virksomhedens/personens "hovedaktivitet".

Registrering hos Finanstilsynet er en forudsætning for, at den pågældende virksomhed kan udøve den omhandlede virksomhed. Det betyder, at virksomheder uden at have anmeldt sig til registrering, eller som er nægtet registrering, udøver ulovlig virksomhed.

Det er en betingelse for registrering, at de personer som ejer og leder virksomheden, opfylder lovens hæderlighedskrav. Til brug for Finanstilsynets vurdering heraf, skal personen eller virksomheden indsende straffeattester.

For virksomheder i selskabsform stilles krav om straffeattest for medlemmer af bestyrelse og direktion samt de reelle ejere. For personligt drevne virksomheder stilles krav om straffeattest for de reelle ejere af virksomheden.

Til brug for registreringen har Finanstilsynet udarbejdet et anmeldelsesskema, som skal anvendes ved registrering. Skemaet kan findes på Finanstilsynets hjemmeside²².

Finanstilsynet benytter maksimum 30 arbejdsdage fra modtagelse af korrekt udfyldt ansøgning til behandling heraf.

7. Markedspladser

Børsaktivitet i Danmark omfatter drift af et reguleret marked, hhv. multilateral handelsfacilitet ("MHF"). Reglerne herom findes i §§ 16 og 40 i lov om værdipapirhandel m.v., og har det fælles anvendelsesområdet, at der skal være tale om "et multilateralt element/system", hvorigennem der sker sammenføring af forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af finansielle instrumenter/værdipapirer, på en sådan måde at der indgås en aftale om overdragelse.

²² <http://www.finanstilsynet.dk/da/Indberetning/Virksomhedsomraader/Andre/Anmeldelsesskema-hvidvask.aspx>

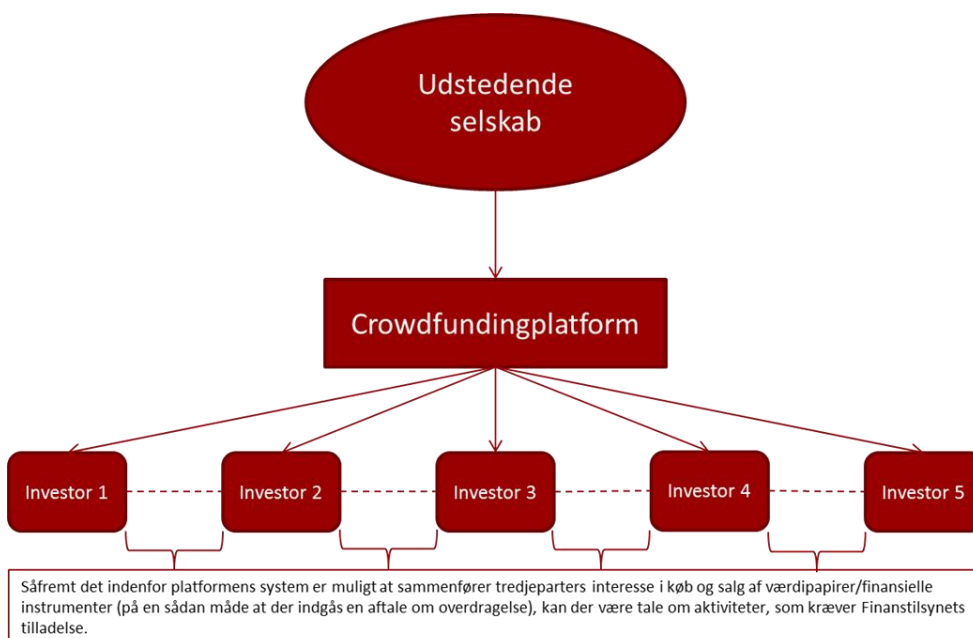
Sagt med andre ord; såfremt en crowdfunding platform muliggør, at investorerne indbyrdes og inden for platformens system kan handle de pågældende værdipapirer/finansielle instrumenter, vil den type aktivitet som udgangspunkt være omfattet af definitionen af drift af et reguleret marked og/eller MHF.

Er det derimod kun muligt at erhverve de pågældende værdipapirer/finansielle instrumenter fra det udstedende selskab eller evt. en mellemmand så som en bank, vil denne aktivitet som udgangspunkt ikke kræve tilladelse som operatør af en markedsplads. Dette vil heller ikke være tilfældet, hvor investorerne har mulighed for at sælge papirerne tilbage til det udstedende selskab/mellemmanden, idet der i givet fald vil være tale om *bilateral handel* og ikke multilateral handel, jf. definitionen af et reguleret marked eller en MHF.

Tilladelse som operatør af et reguleret marked eller en MHF

Det følger af § 8, stk. 1 lov om værdipapirhandel mv., at drift af et reguleret marked, hhv. MHF ikke må påbegyndes førend Finanstilsynet har meddelt tilladelse hertil. Tilladelsen er i henhold til bestemmelsens stk. 2 betinget af;

- 1) at virksomheden drives i et aktieselskab, der er registreret i Erhvervsstyrelsen,
- 2) at selskabet har en aktiekapital, der for operatører af regulerede markeder mindst skal udgøre 8 mio. kr. og for clearingcentraler og værdipapircentraler mindst skal udgøre 40 mio. kr.,
- 3) at selskabet har fremsendt de fornødne oplysninger, herunder driftsplan, organisationsplan, forretningsgange og kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger,
- 4) at medlemmerne af ansøgerens bestyrelse og direktion opfylder kravene i § 9, og
- 5) at ejere af kvalificerede andele opfylder kravene i §§ 10 og 10 a.



Definitionen på værdipapirer og finansielle instrumenter

Definitionen af et "værdipapir", hhv. finansielt instrument er identiske, og følger af § 2, stk. 1 i lov om værdipapirhandel, hhv. bilag 5 til lov om finansiell virksomhed.

Aktier er umiddelbart omfattet af bestemmelsen og tilsvarende gælder aktier i partnerskaber. Kapitalandele i et kommanditaktieselskab er derfor også omfattet af værdipapirbegrebet.

Anparter i danske anpartsselskaber (ApS'er) er ikke et værdipapir, ligesom det følger af selskabsloven § 1, stk. 3, at anparter ikke kan udbydes til offentligheden.

Ejerandele i andre selskabstyper er alene omfattet af bestemmelsen, hvis ejerandelen opfylder nedenstående tre kriterier, og derved er et værdipapir, der kan sidestilles med aktier.

For at kunne blive anset for at være "et omsætteligt værdipapir", skal følgende tre kriterier være opfyldt:

- 1) Værdipapiret har primært et finansielt sigte,
- 2) Er omsætteligt og
- 3) Handles på kapitalmarkedet.

At værdipapiret er omsætteligt, betyder alene, at det skal kunne handles, dvs. afsættes inter partes. Et værdipapir kan således godt være "omsætteligt" i værdipapirhandelslovens forstand, selvom der til værdipapiret er knyttet omsættelighedsbegrænsninger i selskabsretlig forstand. Der kan f.eks. være knyttet en forkøbsret til værdipapiret, eller det kan dreje sig om et krav om samtykke ved overdragelse, jf. selskabslovens §§ 67 og 68.

Såfremt alle tre kriterier er opfyldt, er der tale om et omsætteligt værdipapir. Det beror altid på en konkret vurdering, om kriterierne er opfyldt.

I en række sager har Finanstilsynet ud fra de tre kriterier konkret vurderet, at anparterne i et kommanditselskab (K/S'er) og andelene i et interessentskab (I/S'er) ikke var værdipapirer, der kunne sidestilles med aktier. Et eksempel er udbud af ejerandele, typisk i K/S form, som beskrevet i VE-loven²³. Ejerandelene blev i en konkret sag ikke anset for at være et værdipapir, der kunne sidestilles med aktier, fordi omsætteligheden var stærkt begrænset

²³ Bekendtgørelse af lov om fremme af vedvarende energi, LBK nr. 1074 af 8/11 2011

bl.a. fordi de øvrige investorer var tillagt forkøbsret, hvorved ejerandelen ikke eller kun i begrænset omfang blev handlet på kapitalmarkedet.

Det er også i en konkret sag vurderet, at andelene i et andelsselskab med begrænset ansvar (a.m.b.a.'er) ikke var et værdipapir, der kunne sidestilles med aktier. I sagen blev de tre kriterier benyttet til ud fra en konkret vurdering at fastslå, at udbud af andele i et selskab, hvis hovedformål var at aftage biomasse (gylle) fra andelshaverne og forarbejde denne til produktion af el og varme, ikke var omfattet af prospektpligten. Finanstilsynet ville formentlig komme til samme resultat ved selskaber med begrænset ansvar (s.m.b.a.'er) og foreninger med begrænset ansvar (f.m.b.a.'er).

Andelsbeviser eller lignende i andelsboligforeninger og lignende boligfællesskaber "boligandele" vil ikke være omfattet af bekendtgørelsen, uanset at andelen er frit omsættelig. Dette skyldes, at det primære formål er at opnå en boligret (andelen har altså ikke et finansielt sigte).

Anparter i 10-mandsprojekter (kommanditanpartsprojekter med højst 10 deltagere) vurderes efter gældende praksis til at have et finansielt sigte. Alligevel er de som udgangspunkt ikke omfattet af værdipapirbegrebet, da der er en formodning for, at anparterne ikke eller kun i begrænset omfang omsættes.

Særligt om værdipapirer omfattet af udbud i henhold til den "lille prospektbekendtgørelse"

Det er kun udbud af de typer af værdipapirer, som nævnt i § 2, stk. 1, nr. 1 i lov om værdipapirhandel m.v., der finder anvendelse for udbud af værdipapirer i henhold til den "lille prospektbekendtgørelse". Det betyder, at der skal være tale om omsættelige værdipapirer, der kan handles på kapitalmarkedet.

Særligt om værdipapirer omfattet af udbud i henhold til den "store prospektbekendtgørelse"

Hvor den "lille prospektbekendtgørelse" altså alene omfatter udbud af omsættelige værdipapirer, der kan handles på kapitalmarkedet, omfatter udbud af værdipapirer i henhold til den "store prospektbekendtgørelse" derimod alle typer af de i § 2, stk. 1 i lov om værdipapirhandel m.v. nævnte værdipapirer – dog med de undtagelser der følger af § 23, stk. 4 i loven.

Det må dog antages, at aktier/aktielignende produkter og gældsinstrumenter er blandt de typer af værdipapirer, som er mest relevante som modydelse for indskud af kapital i forbindelse med crowdfunding. Disse typer af værdis-

papirer er omfattet af § 2, stk. 1, nr. 1, og er dermed omfattet af begge prospektbekendtgørelser (forudsat minimumsudbuddet oversiger 1 eller 5 mio. euro).

Øvrige relevante regler

Det skal for god ordens skyld nævnes, at Finanstilsynet har taget udgangspunkt i de alternative finansieringsformer, der på nuværende tidspunkt er umiddelbart tilgængelige på internettet eller som vi i vores dialog med initiativtagere på områder er blevet bekendt med. Med den udvikling, der er på området, er det sandsynligt, at der allerede eksisterer eller bliver udviklet nye former for alternativ finansiering, som denne orientering ikke tager sigte på. Orienteringen skal derfor ikke ses som en udtømmende liste over de regler inden for den finansielle regulering, der kan være relevante for den enkelte udbyder. Er man som udbyder i tvivl, bør man derfor altid søge juridisk rådgivning eller kontakte Finanstilsynet.

Som udbyder eller formidler af alternativ finansiering, uanset om det er i form af enkeltprojekter eller som facilitator, eller facilitator af peer-to-peer aktiviteter skal man udover reglerne på det finansielle område være opmærksom på, at der også er andre regelsæt, som man bør forholde sig til. Det gælder eksempelvis indsamlingsloven, selskabsloven og markedsføringsloven, hvilke ikke er nærmere behandlet i denne orientering, da de ikke hører under Finanstilsynets ressortområde.