

UiO : **Det juridiske fakultet**

# Finansiell crowdfunding

En oversikt over sentrale problemstillinger ved den selskaps- og finansmarkedsrettslige reguleringen

Kandidatnummer: 584

Leveringsfrist: 25.11.2014

Antall ord: 17 987



# Innholdsfortegnelse

<b>1</b>	<b>INNLEDNING.....</b>	<b>1</b>
1.1	Presentasjon av tema og avgrensninger .....	1
1.2	Metode og kilder .....	2
1.3	Den videre fremstillingen.....	3
<b>2</b>	<b>INTRODUKSJON TIL CROWDFUNDING .....</b>	<b>4</b>
2.1	Terminologi.....	4
2.2	Crowdfundingsmodeller.....	5
2.2.1	Oversikt .....	5
2.2.2	Lånebasert crowdfunding .....	6
2.2.3	Equity crowdfunding .....	7
2.3	Risikoelementer ved finansieringsformen .....	7
2.4	Kort om internasjonale utviklingstrekk og reguleringer .....	8
2.4.1	USA .....	8
2.4.2	EU .....	8
<b>3</b>	<b>FINANSIERINGSALTERNATIVER VED CROWDFUNDING.....</b>	<b>9</b>
3.1	Valg av foretaksform .....	10
3.1.1	Ulike foretakstyper .....	10
3.1.2	Nærmere om aksjeselskap .....	12
3.2	Finansiering av selskapets virksomhet.....	13
3.2.1	Egenkapital .....	14
3.2.2	Gjeld .....	19
3.2.3	Hybridinstrumenter.....	20
3.2.4	Oppsummering .....	23
3.3	Organisering av finansieringen .....	23
<b>4</b>	<b>REGULERING AV KANALISERING .....</b>	<b>24</b>
4.1	Konsesjonsregler.....	25
4.1.1	Verdipapirforetak.....	26
4.1.2	Markeds plass .....	32
4.1.3	Finansieringsforetak og låneformidlingsforetak.....	35
4.1.4	Verdipapirfond og alternative investeringsfond.....	37
4.1.5	Adgang til å drive annen næringsvirksomhet.....	41
4.1.6	Alternative modeller .....	43
4.1.7	Oppsummering .....	45

4.2	Prospektregler .....	45
<b>5</b>	<b>BØR DET GJØRES ENDRINGER VED GJELDENE REGELVERK FOR Å TILRETTELEGGE FOR CROWDFUNDING? .....</b>	<b>47</b>
5.1	Konsesjonsregler .....	47
5.2	Prospektregler .....	49
5.3	Oppsummering .....	50
<b>6</b>	<b>LITTERATURLISTE MED FORKORTELSER.....</b>	<b>51</b>

# 1 Innledning

## 1.1 Presentasjon av tema og avgrensninger

Ulike utredninger viser at bedrifter i oppstartsfasen ikke oppnår tilstrekkelig finansiering.<sup>1</sup> Entreprenører er oftest avhengig av ekstern finansiering for å realisere sine virksomheter. Fremveksten av den alternative finansieringsformen crowdfunding har potensiale til å supplere tradisjonelle kilder for finansiering.<sup>2</sup> Fenomenet gir entreprenører muligheten til å innhente kapital gjennom små bidrag fra et større antall personer. Finansiering skjer gjennom internettbaserte plattformer med tredjepart som mellomledd. Fremveksten er et resultat av to faktorer: teknologisk innovasjon og finanskrisen.<sup>3</sup> Finansieringsformen genererte i 2012 ca. \$ 2,7 milliarder på verdensbasis.<sup>4</sup> I starten av 2014 var det i Europa anslagsvis 230 operative plattformer.<sup>5</sup>

Avhandlingens tema er crowdfunding som alternativ finansieringsform. Målet med avhandlingen er å klargjøre hvilke finansieringsalternativer en entreprenør har ved crowdfunding og hvordan kanaliseringen av denne finansieringen reguleres. Avhandlingens fokus vil være finansiell crowdfunding. Andre crowdfundingmodeller faller således utenfor.<sup>6</sup>

I Norge har lovgiver hatt en avventende holdning til utvikling av crowdfunding. Det er foreløpig ikke vedtatt ny lovgivning eller endret eksisterende lovverk for å tilrettelegge for finansieringsformen. Den rettslige reguleringen av crowdfunding beror således på generelt regelverk. De aktuelle rettsområdene som vil bli behandlet i avhandlingen er selskapsrett og finansmarkedsrett. Selskapsrett omhandler organisering av selskaper og deres rettsforhold, mens finansmarkedsrett brukes i denne sammenheng om reguleringen av finansinstitusjoner, foretak tilknyttet børs- og verdipapir, samt kollektive investeringsstrukturer som verdipapirfond. Et viktig hensyn ved valg av finansieringsform er de skatterettslige konsekvensene. Disse vil ikke bli vurdert i avhandlingen.

Reglene på finansmarkedsområdet kan inndeles i offentlig rett og privatrett. Rammevilkårene som myndighetene oppstiller for aktørene i finansiell sektor er den offentligrettslige siden. De privatrettslige reglene omhandler forholdet mellom aktørene, for eksempel avtale- og kjøps-

---

<sup>1</sup> Se for eksempel Stamland (2008), NOU 2000:21

<sup>2</sup> Med tradisjonelle finansieringskilder siktes det her til banklån og risikokapital i form av såkorn, business angels og venturekapital.

<sup>3</sup> ESMA (2014)

<sup>4</sup> Tall hentet fra Crowdsourcing.org (2013)

<sup>5</sup> Official Journal of the European Union (2014) C341/281

<sup>6</sup> Se definisjon i punkt. 2.2

rettslige problemstillinger.<sup>7</sup> Avhandlingen vil kun omhandle de offentligrettslige reglene som gjelder på området og det avgrenses således mot de privatrettslige.

Reguleringen av finansiell sektor er svært omfattende. De to problemstillingene som derfor vil bli gjennomgått er hvorvidt crowdfunding omfattes av (1.) konsesjonsregler og (2.) prospektregler. Disse har vist seg å utgjøre hovedbarrierene ved crowdfunding. Dette innebærer at andre relevante regelsett på finansmarkedsrettens område ikke vil bli behandlet, herunder pre-septoriske lovkrav som følge av innvilget tillatelse.<sup>8</sup> I forbindelse med konsesjonsreglene vil det også avgrenses mot regelverket tilknyttet betalingsforetak og e-pengeforetak. De fleste plattformer vil velge å bruke andre aktører som står for selve pengeformidlingen.

For den selskapsrettslige delen av avhandlingen vil hovedfokus være rettet mot aksjeselskap. Også andre foretaksformer vil bli behandlet i korte trekk. Equity-modellen fordrer at entreprenøren er en juridisk person i form av et foretak fordi motytelsen til finansieringen er eierskap.<sup>9</sup> Dette innebærer at andre juridiske personer som selveiende rettslige enheter, herunder stiftelser og foreninger, faller utenfor. I tillegg avgrenses det mot offentlige foretak.

Utgangspunktet for avhandlingen er at entreprenøren etablerer et aksjeselskap. Bakgrunnen for dette vil bli nærmere gjennomgått i punkt 3.1.

## 1.2 Metode og kilder

Avhandlingen tar utgangspunkt i tradisjonell juridisk metode.

Det er ikke vedtatt et særskilt regelverk som regulerer crowdfunding som finansieringsform. Juridiske spørsmål tilknyttet denne finansieringsformen må således løses etter generelt regelverk. Både lover og forskrifter innenfor selskapsrett og finansmarkedsrett er aktuelle, herunder aksjeloven<sup>10</sup>, børsløven<sup>11</sup>, finansieringsvirksomhetsloven<sup>12</sup>, verdipapirhandelloven<sup>13</sup>, verdipapirfondloven<sup>14</sup> og lov om alternative investeringsfond<sup>15</sup>. Regelverket ble vedtatt før finansieringsformen fikk sin fremvekst, hvilket må tas i betraktning ved tolkning av lov, forskrifter

---

<sup>7</sup> Myklebust (2011) s. 19

<sup>8</sup> Som eksempler kan nevnes krav til kontrollfunksjon, krav tilknytte hvitvaskingsregler etc.

<sup>9</sup> Se punktene 2.2.3 og 3.1

<sup>10</sup> Lov av 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (heretter asl.)

<sup>11</sup> Lov av 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (heretter børsl.)

<sup>12</sup> Lov av 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (heretter finansvl.)

<sup>13</sup> Lov av 29. juni 2007 nr.75 om verdipapirhandel (heretter vphl.)

<sup>14</sup> Lov av 25. november 2011 nr. 44 om verdipapirfond (heretter vpfl.)

<sup>15</sup> Lov av 20. juni 2014 nr. 28 om forvaltning av alternative investeringsfond (heretter AIF-loven)

og tilhørende forarbeider. Lovverket på de aktuelle rettsområdene har sin bakgrunn i EU/EØS-rett, og gjennomføres som følge av norske forpliktelser etter EØS-avtalen.<sup>16</sup> Rettsaktene som ligger bak lovverket vil derfor være viktige tolkningsmomenter.

Rettspraksis tilknyttet de aktuelle rettsområdene er begrenset. Finanstilsynets praksis vil i noen grad bli benyttet og vil være med å belyse rettslige spørsmål tilknyttet finansmarkedsretten. Finanstilsynet er et ekspertorgan, men fortsatt et forvaltningsorgan. Dette innebærer at vekten vil bero på blant annet organets faglig dyktighet, andre rettskildedefaktorer og hvor utbredt og varig praksisen er.

Juridisk teori på området er av internasjonal karakter, særlig tilknyttet amerikansk rett. Dette har liten eller ingen overføringsverdi. Teori med noe overføringsverdi behandler problemstillinger tilknyttet crowdfunding overfladisk. For øvrig foreligger det generell teori tilknyttet selskapsrett og finansmarkedsrett som vil bli benyttet i fremstillingen.

Juridisk teori og forarbeider til tidligere lover vil også benyttes i avhandlingen. Bakgrunnen er at en rekke av reglene innebærer en videreføring av gjeldende rett. Det vil bli påpekt før kildene benyttes.

### **1.3 Den videre fremstillingen**

Avhandlingen er delt inn i fem hovedkapitler. Fremstillingen vil i kapittel 2 gi en introduksjon til crowdfunding. Begrepet vil her bli definert og ulike crowdfundingmodeller vil bli redegjort for. Videre vil risikoelementer ved finansieringsformen omtales. Til slutt vil det gis en kort oversikt over internasjonale utviklingstrekk.

Avhandlingens hovedtyngde omfatter kapitlene 3 og 4. I kapittel 3 vil den selskapsrettslige siden ved crowdfunding gjennomgås. Kapitlet omhandler finansieringsalternativer ved crowdfunding. Først vil entreprenørens valg av foretaksform gjennomgås. Equity crowdfunding fordrer at entreprenøren etableres som et foretak fordi motytelsen til finansieringen er eierskap. Valget har videre betydning for selve finansieringen. Det vil så bli foretatt en analyse av hvilke finansieringsalternativer som egner seg ved crowdfunding og skranke lovgivingen oppstiller. Fremstillingen er inndelt slik at de ulike instrumentene vil bli gjennomgått hver for seg. Kapittel 4 inneholder en analyse av regulering av kanaliseringen. Dette er den finansmarkedsrettslige siden. De to sentrale problemstillingene er konsesjonsreglene og prospektreglene. Her vil plattformens rolle som mellomledd, og de aktuelle instrumentene, spille

---

<sup>16</sup> Se EØS-loven

en viktig rolle. Kapittel 3 henger nøye sammen med kapittel 4 fordi reguleringen av kanaliseringen beror på valg av finansieringsalternativ.

I kapittel 5 vil det bli foretatt en analyse av mulighetene for å tilpasse regelverket for å tilrettelegge for crowdfunding.

## 2 Introduksjon til crowdfunding

### 2.1 Terminologi

Det finnes ikke en entydig definisjon av begrepet crowdfunding. Fenomenet brukes som en betegnelse for alternative finansieringsformer der entreprenører kanaliserer kapital gjennom små bidrag fra et større antall personer, typisk via internettbaserte plattformer.

Crowdfunding har sine røtter i crowdsourcing,<sup>17</sup> som defineres som bruk av publikum via internett for informasjon og tjenester. Begrepet ble innført i 2006 av Jeff Howe i en artikkel i magasinet Wired.<sup>18</sup> Nettstedet Wikipedia brukes ofte som eksempel på vellykket crowdsourcing.<sup>19</sup> I crowdfunding brukes internett på samme måte som ved crowdsourcing for å nå ut til et større publikum, men i motsetning til crowdsourcing omfatter crowdfunding kun finansiering.

Selv om det ikke finnes noen entydig definisjon av crowdfunding har fenomenet visse kjennetegn. Disse nøkkelementene er: (1.) små bidrag fra et større antall personer; (2.) bidragene gis via internett (internetbasert), og (3.) webplattformer som fungerer som mellomledd.<sup>20</sup>

Det er tre sentrale aktører i crowdfunding. Den første aktøren er *entreprenøren* som ønsker å realisere et prosjekt ved å bruke crowdfunding som finansieringsmåte. For at entreprenøren skal kunne finansiere prosjektet kreves *investorer*. Disse utgjør finansieringskilden. Ved crowdfunding er investorene folket, derav begrepet "*crowd*". I tillegg til tradisjonelle investorer der formålet er avkastning, har man ved crowdfunding også sett en større gruppe investorer der formålet bak investeringen nødvendigvis ikke bare er avkastning. Formålet med investeringen har for eksempel vært begrunnet i et ønske om å realisere et prosjekt eller et ønske

---

<sup>17</sup> Bradford (2012) s. 27, Belleflamme (2013), s. 586

<sup>18</sup> Howe (2006)

<sup>19</sup> Bradford (2012) s. 27, Schwartz (2013) s. 1457

<sup>20</sup> ESMA (2014)

om å hjelpe. Den tredje aktøren er mellomledet mellom entreprenør og investor, nemlig den internettbaserte *plattformen* som formidler.<sup>21</sup>

Begrepet crowdfunding brukes også på norsk. Av norske begreper er grasrotfinansiering eller folkefinansiering trolig de mest dekkende begrepene for denne finansieringsformen. I det videre vil likevel crowdfunding bli brukt.

## 2.2 Crowdfundingsmodeller

### 2.2.1 Oversikt

Crowdfunding er en samlebetegnelse for en rekke forskjellige finansieringsformer gjennom internettbaserte plattformer. Crowdfunding kan deles opp i ikke-økonomisk crowdfunding og finansiell crowdfunding. Finansiell crowdfunding innebærer at investoren får avkastning enten i form av renter, utbytte eller lignende.<sup>22</sup> Disse to hovedgruppene crowdfunding kan igjen inndeles i ulike modeller og det er vanlig å operere med totalt fem ulike: donasjon, belønning, forhåndskjøp, lån og egenkapital.<sup>23</sup> Kapital som samles gjennom donasjon, belønning og forhåndskjøp er ikke å anse som finansiell crowdfunding, mens lån- og egenkapitalmodellene er det.

Crowdfunding basert på donasjon innebærer at publikum yter et pengebeløp uten krav på motytelse. Det kan tenkes at bidragsyterne vil kunne få skatterettslige og andre fordeler, men disse har ikke krav på motytelse fra entreprenøren.<sup>24</sup>

Ved belønningsbasert crowdfunding mottar bidragsyterne en form for forhåndsdefinert motytelse. Motytelsen kan være alt fra en t-skjorte til bidragsyterens navn kreditert i forbindelse med markedsføring av prosjektet og vil variere ut i fra størrelsen på pengebeløpet vedkommende har bidratt med. Motytelsen vil ofte være av symbolsk verdi og tilsvarer normalt ikke summen av bidraget gitt.

Crowdfunding basert på forhåndskjøp ligner denne modellen, men ytelsen bidragsyteren mottar er produktet som skapes gjennom finansieringen. Denne modellen er altså et forhåndkjøp av produktet, uten at bidraget nødvendigvis svarer til produktets verdi når det lanseres. Det kan også være billetter dersom prosjektet er et arrangement, typisk konserter.

---

<sup>21</sup> De Buysere (2012) s. 12

<sup>22</sup> ESMA (2014)

<sup>23</sup> Se blant annet Bradford (2012) s. 14 flg., Collins (2012) s. 3, Wroldsen (2013) s. 587 flg., Kirby (2014) s. 8 flg.

<sup>24</sup> Skatteetaten prinsipputtalelser referanse 2013/856070.



Da de to sistnevnte formene for crowdfunding ligger så tett opp til hverandre oppstilles de ofte i samme kategori. Disse variantene er dog ikke sammenfallende, da belønningsbaserte crowdfunding har et større utvalg av motytelser som kan tilbys bidragsyterne enn crowdfunding basert på forhåndskjøp.

Kapital som samles gjennom donasjon, belønning og forhåndskjøp er som nevnt ikke å anse som finansiell crowdfunding. Bidragsyterne oppnår her ingen form for avkastning eller tilbakebetaling av sine ytelser. Formålet med denne typen bidrag er ikke å tilegne seg en økonomisk fordel, men heller å medvirke til å realisere et prosjekt, det være seg en konsert, et produkt, en film eller lignende.

Investeringer i prosjekter gjennom egenkapital eller lån vil i utgangspunktet være finansielt motivert. Men fordi det normalt er snakk om små beløp vil formålet med investeringen også kunne være ønske om å realisere et prosjekt, samt ønske om å være med på *"the next big thing"*. Entreprenørene velger finansiell crowdfunding fordi det ofte kan være lettere å innhente penger når bidragsyterne får noe tilbake.

### 2.2.2 Lånebasert crowdfunding

Crowdfunding basert på lån er ansett som en form for peer-to-peer lån. Peer-to-peer lån, også kalt person til person, skjer ved at personer låner direkte til og fra hverandre uten å bruke av tradisjonelle finansinstitusjoner, herunder banker.<sup>25</sup> Bidragsyterne stiller midler i form av lån med krav om tilbakebetaling etter nærmere avtale. Avtalen kan innebære tilbakebetaling av hovedstolen både med og uten renter og størrelsen på renten vil variere.

Lånebasert crowdfunding som finansieringsform må avgrenses mot mikrolån.<sup>26</sup> Det som skiller crowdfunding fra mikrolån er mottakerne av lånet, samt at formidlingene skjer gjennom internettbaserte plattformer uten tradisjonelle finansinstitusjoner som mellomledd. Crowdfunding knyttes likevel ofte opp mot mikrolån da låntagerne i begge tilfeller typisk ikke får tilgang til tradisjonelle finansieringsformer eller der disse blir for dyre eller innebærer for høy risiko.<sup>27</sup> Kiva<sup>28</sup> regnes som en av de største plattformene som tilbyr lån uten renter, mens

---

<sup>25</sup> De Buysere (2012) s. 10 flg., Kirby (2014) s. 8

<sup>26</sup> Mikrolån innebærer at det gis små lån til verdens fattige som et middel for å hjelpe disse ut av fattigdom. Se Mincer (2008)

<sup>27</sup> Bradford (2012) s. 28 flg.

<sup>28</sup> Kiva (hovetside)

Zopa<sup>29</sup> tilbyr peer-to-peer lån med renter. Det finnes per dags dato ingen norske plattformer som tilbyr denne formen for crowdfunding.

### 2.2.3 Equity crowdfunding

Equity crowdfunding er den andre modellen under finansiell crowdfunding. Her skjer det en kapitalplassering i investeringsøyemed med avkastning på grunnlag av eierskap og ikke på grunnlag av renter. Investorene bidrar med kapital mot en andel, aksje eller lignende i selskapet og vil dermed ha krav på avkastning og utbytte i forhold til sitt eierskap.<sup>30</sup> Hvilke type eierskap investorene erverver beror på valg av foretaksform.<sup>31</sup>

Crowdcube og Seedrs er store aktører innen equity crowdfunding. NewJelly er den eneste norske plattformen som tilbyr denne formen for crowdfunding.<sup>32</sup> Equity-modellen har videreutviklet seg til også å omfatte forskjellige kollektive investeringsstrukturer. En kollektiv investeringsstruktur kjennetegnes ved at flere investorer gjør innskudd i en felles enhet der de samlede midlene spres på forskjellige prosjekter. På Crowdcube tilbys i tillegg til vanlig eierandeler, også venturefond som en type kollektiv investeringsstruktur.<sup>33</sup>

## 2.3 Risikoelementer ved finansieringsformen

Crowdfunding har som nevnt potensiale til å fungere som alternativ finansieringsform for entreprenører som ikke åpner tilstrekkelig finansiering fra andre kilder. Likevel er det visse risikoelementer tilknyttet finansieringsformen. Risikoen for tap er alltid til stede ved investering i etableringsbedrifter, intet unntak gjelder for investering i crowdfundingprosjekter. I tillegg til risikoen for tap er det en rekke andre risikoelementer ved denne finansieringsformen.<sup>34</sup> I det følgende vil fire typer risikoelementer gjennomgås:

Faren for svindel er en av de mest fremtredende risikoene ved crowdfunding og er gjennomgående den største kritikken rettet mot denne finansieringsformen. Denne risikoen gjelder både for entreprenør og investor, ved at pengene enten ikke blir brukt på den måten som fremgår eller ikke blir videreformidlet til riktig aktør. Svindel kan skje i flere ledd og både plattform og entreprenør kan stå bak. I tillegg til svindel er manglende innsyn og åpenhet et stort risikoelement, fordi dette kan bidra til at tilliten til crowdfunding som finansieringsform

---

<sup>29</sup> Zopa (hovetside)

<sup>30</sup> Collins (2012) s. 10

<sup>31</sup> Se punkt 3.1

<sup>32</sup> Crowdcube (hovetside), Seedrs (hovetside), NewJelly

<sup>33</sup> Crowdcube III

<sup>34</sup> Se blant annet ESMA (2014), De Buysere (2012) s. 15, Kirby (2014) s. 21

svekket. Ofte grunnet manglende regulering opererer plattformene på en slik måte som ikke ivaretar investorene.

For investorene er likviditetsrisiko sentralt. Med likviditetsrisiko menes en risiko for ikke å få solgt sine midler. Likviditetsrisikoen er høy dersom investorene ikke får solgt sine kapitalinstrumenter i et annenhåndsmarked ved behov. Selv om dette er en risiko som også gjør seg gjeldende for crowdfunding, er den ikke like viktig som andre risikoelementer. Bakgrunnen er at formålet med investeringen ofte er sammensatt.

Som siste risikoelement kan nevnes risiko tilknyttet plattformene. Den største risikoen tilknyttet plattformen er faren for cyberangrep. Ved å bruke internett som medium vil dette kunne innebære at plattformen hackes og at sensitiv informasjon lekkes. Videre kan det også tenkes andre risikoer, herunder at plattformen i perioder kan bli midlertidig stengt eller ha nedetid, som påvirker plattformens rolle som mellomledd.

## 2.4 Kort om internasjonale utviklingstrekk og reguleringer

I takt med bruken av crowdfunding som finansieringsform har også reguleringsbehovet økt. Med over 230 operative plattformer bare i Europa er det i en rekke land satt i gang prosesser for å kartlegge finansieringsformen og behovet for regulering. Noen land har allerede vedtatt regelverk for crowdfunding, mens andre land har valgt å utvikle retningslinjer.

### 2.4.1 USA

I USA var man tidlig på banen med regulering av crowdfunding. Den føderale loven the JOBS Act<sup>35</sup> vedtatt i april 2012 hjemler crowdfunding. Title II tillater bedrifter å markedsføre tegningsinnbydelser til allmennheten så fremt investeringene skjer av godkjente investorer, ”*accredited investors*”. Title III omhandler crowdfundingplattformene som mellomledd. Her vil det bli tillatt å tilby crowdfundingandeler til ”*non-accredited*” investorer. Title II trådte i kraft 23. September 2013, mens Title III per november 2014 ikke har trådt i kraft i påvente av et mer detaljert regelverk utarbeidet av SEC.<sup>36</sup>

### 2.4.2 EU

EU-kommisjonens generaldirektorat for det indre marked og tjenester publiserte 27.mars 2014 en artikkel vedrørende potensiale for crowdfunding i EU.<sup>37</sup> Som et ledd i kartleggingen av

---

<sup>35</sup> The JOBS Act

<sup>36</sup> Forkortelse for U.S. Securities and Exchange Commission

<sup>37</sup> European Commission (2014)

crowdfunding og dets potensial har kommisjonen også etablert en uformell ekspertgruppe om crowdfunding kalt European Crowdfunding Stakeholder Forum (ECSF). Det er dog ikke vedtatt noen rettsakter hva gjelder crowdfunding og EU-kommisjonen har foreløpig hatt en avventende holdning til vedtagelse av nye rettsakter på området.

En rekke direktiver, forordninger og retningslinjer på finansmarkedsrettens område vil kunne ha betydning for crowdfunding, som eksempel kan nevnes MIFID<sup>38</sup> og Prospektdirektivet<sup>39</sup>. Hvilke rettsakter som har betydning vil bero på crowdfundingmodellen som er valgt. Det kan også tenkes nasjonale forskjeller på grunn av valgfrie unntak i de aktuelle direktivene og forordningene.<sup>40</sup> Det bemerkes at disse direktivene og forordningene er gjennomført i norsk rett gjennom EØS-avtalen.<sup>41</sup> Disse rettsaktene kan derfor ha betydning som tolkningsmomenter ved vurdering av reguleringen av crowdfunding etter norsk bestemmelser.

Flere europeiske land har valgt å vedta nasjonalt regelverk for crowdfunding, i fravær av et felles europeisk rammeverk. Italia var det første europeiske landet som vedtok et slikt regelverk, men regelverket er kun rettet mot equity crowdfunding.<sup>42</sup> Storbritannia har også valgt å vedta regelverk.<sup>43</sup> Andre land har valgt å utvikle retningslinjer, blant annet i Belgia.<sup>44</sup>

I de skandinaviske landene har myndighetene verken vedtatt regelverk eller utviklet retningslinjer. Det danske finanstilsynet har dog gitt en uttalelse om hvordan crowdfunding passer i relasjon til det danske regelverket og hvilke lovverk som kan være aktuelle ved regulering etter dansk rett.<sup>45</sup>

### **3 Finansieringsalternativer ved crowdfunding**

I kapittel 2 ble det redegjort for to typer modeller innenfor finansiell crowdfunding. Selv om disse to modellene kan gi inntrykk av at finansiering gjennom crowdfunding kun kan skje på to måter, er realiteten at disse modellene innebærer en rekke forskjellige finansieringsalternativer. I dette kapittelet vil det bli foretatt en analyse av hvilke finansieringsalternativer entreprenøren har ved crowdfunding.

---

<sup>38</sup> MIFID Directive 2004/39/EC (heretter MIFID)

<sup>39</sup> Prospektdirektivet Directive 2003/71/EC (heretter Prospektdirektivet)

<sup>40</sup> For eksempel MIFID art. 3 og Prospektdirektiver art. 1.2 og 3.2

<sup>41</sup> Se EØS-loven

<sup>42</sup> Law 221/2012, the CONSOB Regulation

<sup>43</sup> FCA 2014/13

<sup>44</sup> ESMA (2014)

<sup>45</sup> Danske finanstilsynet (2013)

Finansiering gjennom lånebasert crowdfunding kan skje mellom både fysiske og juridiske personer. Ved equity crowdfunding fordrer modellen at entreprenøren er en juridisk person i form av et foretak fordi motytelsen til finansieringen er eierskap. På bakgrunn av dette er det nødvendig å foreta en analyse av entreprenørens valg av foretaksform. Valget oppstiller både muligheter og begrensninger for virksomheten.<sup>46</sup> Det er flere momenter som er av særlig betydning ved valget, herunder ansvarsform, kapitalkrav, innskuddsplikter og tilveiebringelse av kapital (finansiering). I punkt 3.1 vil det bli gitt en kort oversikt over ulike selskapsformer og hvorfor entreprenøren normalt vil velge aksjeselskap som foretaksform.

Selv om lånebasert crowdfunding kan skje mellom fysiske personer vil utgangspunktet for den videre fremstillingen være at entreprenøren etablerer sitt crowdfundingprosjektet som et foretak.<sup>47</sup> Valg av foretaksform har betydning for finansiering av crowdfundingprosjektet og de instrumenter entreprenøren kan tilby. Punkt 3.2 vil omhandle finansieringsalternativene ved crowdfunding i lys av de skranker lovgivningen oppstiller.

### 3.1 Valg av foretaksform

#### 3.1.1 Ulike foretakstyper

Utgangspunktet etter norsk rett er at lovgivningen ikke oppstiller begrensninger i valg av foretaksform.<sup>48</sup> Entreprenøren står således fritt til å velge den formen med de rettsvirkningene som best passer den næringsvirksomhet som entreprenøren ønsker å drive. Aksjeselskapsformen er den mest brukte formen i Norge. Statistikk viser at 55,7 % av alle nyregistrerte foretak i Brønnøysundregisteret i 2013 var aksjeselskap.<sup>49</sup> Et aksjeselskap er et selskap *”hvor ikke noen av deltakerne har personlig ansvar for selskapets forpliktelser, udelt eller for deler som til sammen utgjør selskapets samlede forpliktelser”*, jf. asl. § 1-1 annet ledd.<sup>50</sup>

Den samme statistikken viser at kun 8,2 % var selskap med ubegrenset ansvar. Et slikt selskap vil i utgangspunktet være et ansvarlig selskap. Et ansvarlig selskap er et selskap der *”deltakerne har et ubegrenset og personlig ansvar for selskapets samlede forpliktelser, udelt eller for deler som tilsammen utgjør selskapets samlede forpliktelser og som opptrer som sådant overfor tredjemann”* jf. selskapsloven<sup>51</sup> § 1-2 første ledd bokstav b.

---

<sup>46</sup> Woxholth (2014) s. 30

<sup>47</sup> Dette særlig for å unngå dobbeltbehandling

<sup>48</sup> For enkelte typer næringsvirksomhet er organisasjonsform lovregulert, for eksempel for finansieringsvirksomhet. Se Gjerm-Onstad (2013) s. 15

<sup>49</sup> Brønnøysundregistra (2013)

<sup>50</sup> Den samme definisjonen gjelder for allmennaksjeselskap, jf. asal. § 1-1 annet ledd, med et slikt selskap skal i tillegg være betegnet og registrert som et allmennaksjeselskap.

<sup>51</sup> Lov av 21. juni 1985 nr. 83 om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper (heretter sel.)

Andre selskapsformer regulert i selskapsloven er indre selskap og kommandittselskap. Indre selskap er nærmer definert i sel. § 1-2 første ledd bokstav c som *”et selskap som ikke opptrer som sådant overfor tredjemann.”* Selskapsloven § 2-4 (1) om deltakernes ansvarsforhold kommer til anvendelse både på deltakerne i ansvarlig selskap og det indre selskapet. Dette innebærer at ansvaret er ubegrenset for deltakerne i begge selskapsformene. Indre selskap åpner for begrenset ansvarlige deltakere så lenge minst en av deltakerne har ubegrenset, personlig ansvar. Denne betegnes som hovedmann. Det er i juridisk teori lagt til grunn at hovedmannen kan være et selskap med begrenset ansvar, for eksempel et aksjeselskap.<sup>52</sup>

Et kommandittselskap er *”et selskap hvor minst en deltaker har ubegrenset ansvar for selskapets forpliktelser”* (komplementar<sup>53</sup>) og *”minst en annen deltaker har begrenset ansvar med en fastsatt sum for selskapets forpliktelser uten å være stille deltaker”* (kommandittist<sup>54</sup>), jf. sel. § 1-2 første ledd bokstav e. Et kommandittselskap kan således anses som en hybrid mellom et ansvarlig selskap og et aksjeselskap.<sup>55</sup> Både fysiske og juridiske personer kan være deltakere i et selskap, jf. sel. § 2-2 første ledd. Dette innebærer at det ikke er noe i veien for at komplementar i et kommandittselskap er et aksjeselskap.<sup>56</sup> Til tross for et ubegrenset ansvar for komplementaren etter selskapsloven, innebærer dette i realiteten at komplementars ansvar er begrenset til aksjekapitalen. Problemet ved bruk av kommandittselskap er innskuddsplikten selskapsloven oppstiller, dette er nærmere problematisert i punkt 4.1.6.

Til sist kan nevnes samvirkeforetak. Et samvirkeforetak er legaldefinert i samvirkelova<sup>57</sup> § 1 første ledd som en sammenslutning der hovedformålet er å fremme de økonomiske interessene til medlemmene. Disse interessene skal fremmes gjennom medlemmenes deltakelse i foretaket, enten det er som forbruker, leverandør eller lignende. Videre har medlemmene et begrenset ansvar, jf. samvirkel. § 1 annet ledd nr.2 og § 3 første ledd. Medlemmene har heller ingen lovfestet innskuddsplikt, jf. § 3 annet ledd. En slik innskuddsplikt må enten være vedtatt skriftlig ved tegning eller ved særskilt avtale, jf. § 3 annet ledd første punktum. Innskuddsplikt vil også kunne følge av vedtektene, jf. § 10 nr. 4. I utgangspunktet fremstår samvirkeforetak som en velegnet foretaksform. Problemet ved bruk av samvirkeforetak er utdelingsmekanismen som samvirkelova forutsetter, dette er nærmere problematisert nedenfor i punkt 4.1.6.

---

<sup>52</sup> Gjerm-Onstad (2013) s. 37

<sup>53</sup> Legaldefinisjon sel. § 1-2 første ledd bokstav f

<sup>54</sup> Legaldefinisjon sel. § 1-2 første ledd bokstav g

<sup>55</sup> Woxholth (2014) s. 40

<sup>56</sup> Gjerm-Onstad (2013) s. 33, Woxholth (2014) s. 41

<sup>57</sup> Lov av 29. juni 2007 nr. 81 om samvirkeforetak (heretter samvirkel.)

### 3.1.2 Nærmere om aksjeselskap

Bakgrunnen for at crowdfundingsektoren normalt vil velge aksjeselskapsformen er blant annet lav personlig risiko og økonomisk fleksibilitet.<sup>58</sup> Lav personlig risiko følger av ansvarsbegrensningen. Ansvarsbegrensningen innebærer at aksjeeierne ikke hefter overfor kreditorene for selskapets forpliktelser, jf. asl. § 1-2 første ledd. Aksjeeierne plikter heller ikke å yte innskudd utover det som følger av aksjetegningen, jf. asl. § 1-2 annet ledd. Selskapets eiendeler blir derfor eneste dekningsgrunnlag for kreditorene. Ansvarsbegrensningen gjør at selskapsformen er egnet for prosjekter med høy risiko, og innebærer at det både for entreprenøren og potensielle egenkapitalinvestorer kun løper en risiko for å tape innskutt aksjekapital.<sup>59</sup> For andre selskapsformer, herunder ansvarlig selskap, gjelder det som nevnt et ubegrenset ansvar for selskapets deltakere, se sel. § 2-4. En slik selskapsform egner seg derfor dårlig for risikofylte prosjekter.

Videre innebærer aksjeselskapsformen økonomisk fleksibilitet. Med økonomisk fleksibilitet siktes det her til både lave kapital- og innskuddskrav, samt smidige utdelingsmekanismer. Utdelingsreglene følger av aksjeloven kapittel 8. Etter lovreformen i 2013 er det foretatt en oppmykning av utbyttereglene i kapittel 8, blant annet for å unngå unødvendig innlåsing av selskapets kapital.<sup>60</sup> Aksjeselskap har også et lavt kapitalkrav og ingen innskuddsplikt utover det som følger av aksjetegningen, jf. asl. §§ 3-1 og 1-2 annet ledd.

Kapitalkravet for aksjeselskap er etter lovendring i 2011 kun kr 30 000.<sup>61</sup> Minstekravet gjelder både som nedre grense for beløpsfastsettelsen av aksjekapital ved stiftelse og ved kapitalnedsettelse. Kravet innebærer en begrensning i adgang til utdeling av selskapets midler og har således betydning både for aksjeeierne og selskapets kreditorer.<sup>62 63</sup>

Kapitalkravet utgjør et av hovedskillene mellom aksjeselskap og allmennaksjeselskap. For allmennaksjeselskap gjelder et krav på kr 1 000 000, jf. asal.<sup>64</sup> § 3-1.<sup>65</sup> Kapitalkravet for all-

---

<sup>58</sup> Woxholth (2014) s. 31

<sup>59</sup> Det ses bort ifra avtaler om garantistillelse, erstatning etter asl. §17-1 og ansvarsgjennombrudd, jf. NOU 1996:3 s. 101

<sup>60</sup> Endringslov av 14. juni 2013 nr. 40 jf. Prop.111 L (2012-2013) s. 58

<sup>61</sup> Kapitalkravet var før lovendring kr 100 000, jf. endringslov av 16. desember 2011 nr.63. Se også Prop.148 L (2010-2011) s. 11 flg. og 28

<sup>62</sup> Aarbakke (2012) s. 723, Woxholth (2014) s. 159

<sup>63</sup> I forarbeidene er det påpekt at kravet til forsvarlig egenkapital i asl § 3-4 er av større betydning enn aksjekapitalkravet jf. Prop.111 L (2012-2013) s. 47

<sup>64</sup> Lov av 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (heretter asal.)

<sup>65</sup> Second Council Directive 77/91/EEC art. 6 oppstiller krav til minste aksjekapital. Kravet i asal. § 3-1 oppfyller dette med god margin.

mennaksjeselskap vil være en av hovedgrunnene til at selskapsformen ikke velges av crowdfundingsentreprenører. Crowdfundingsentreprenører vil normalt måtte søke selskapsformer med lave kapitalkrav. Det lave kapitalkravet for aksjeselskap på kr 30 000 bidrar således til at aksjeselskapsformen er en mer attraktiv selskapsform for disse entreprenørene. Et viktig hensyn bak lovendringen i 2011 var nettopp å unngå at kapitalkravet ble så høyt at det utelukket oppstart av nyetableringer. Samtidig var det viktig å opprettholde en viss inngangsbillett for å motvirke useriøse og lite gjennomtenkte aksjeselskapsstiftelser.<sup>66</sup>

Kapitalinnskuddet på kr 30 000 vil for de fleste bedrifter ikke være tilstrekkelig til å starte opp og drive en virksomhet. Videre kapitalfinansiering vil derfor normalt være nødvendig.

Det er i juridisk teori påpekt at det skal gode grunner til for å velge annen organisasjonsform enn aksjeselskapsformen.<sup>67</sup> Normalt vil det for entreprenøren ikke foreligge slike grunner som tilsier at en annen selskapsform bør velges.<sup>68</sup> Entreprenøren vil ha behov for å innhente kapital fra utenforstående investorer, og derfor vil aksjeselskap være et naturlig valg. Som nevnt i punkt 1.1 er utgangspunktet for avhandlingen at entreprenøren etablerer sitt prosjekt som et aksjeselskap. Finansieringen vil derfor skje med utgangspunkt i aksjelovgivningen og de bestemmelser som oppstilles her. Hvordan finansieringen kan skje og hvilke finansieringsalternativer entreprenøren har vil bli gjennomgått nedenfor i punkt 3.2.

### **3.2 Finansiering av selskapets virksomhet**

Finansiering er helt nødvendig for oppstart og drift av virksomhet. Som nevnte ovenfor i punkt 1.1 viser ulike utredninger at bedrifter i oppstartsfasen ikke oppnår tilstrekkelig finansiering. Entreprenører søker finansiering gjennom crowdfunding fordi mer tradisjonelle finansieringskilder ikke er tilstrekkelig. Da entreprenøren etablerer sitt crowdfundingprosjekt som et aksjeselskap må finansieringen skje i lys av bestemmelsene i aksjeloven. De sentrale problemstillingene er hvilke finansieringsalternativer som egner seg ved crowdfunding og hvilke skranker lovgivningen oppstiller.

Kapitalanskaffelsen kan skje på ulike måter innenfor rammen av aksjeloven og kontraktsretten.<sup>69</sup> Aksjeloven inneholder ikke uttømmende regler om finansiering av selskapet og for fremmedfinansiering er utgangspunktet alminnelige kontraktsrettslige regler. Tradisjonelt har

---

<sup>66</sup> Prop.148 L (2010-2011) s. 19

<sup>67</sup> Gjerm-Onstad (2013) s. 16, Woxholth (2014) s. 30

<sup>68</sup> I punkt 4.1.6 er det gjort rede for alternative modeller der andre selskapsformer vurderes. Dette har ikke betydning for valget entreprenøren gjør.

<sup>69</sup> Matre (2012) s. 20



kapital blitt innhentet i form av egenkapital og gjeld (fremmedkapital). Egenkapital er verdien av selskapets eiendeler (bruttoformue) fratrukket gjeld. Begrepet er i utgangspunktet et regnskapsbegrep, men har betydning også i selskapsrettslig sammenheng.<sup>70</sup> Gjeld er fremmedkapital med en formuerettslig forpliktelse som innebærer tilbakeføringsplikt.<sup>71</sup> Hovedforskjellen mellom disse to kapitalkildene er motytelsen til innskuddet. Ved egenkapitalfinansiering mottar investor eierandel i selskapet og avkastningen beror på utbytte. Ved fremmedfinansiering mottar investor avkastning i form av renter i henhold til avtale.

Man har også sett fremveksten av en mellomform, ofte omtalt som hybridfinansiering. Hybridfinansiering innebærer i utgangspunktet en innskuddsform i grenseland mellom egenkapital og gjeld, der innskyters rettighetsforhold både har gjelds- og kapitaltignende trekk.<sup>72</sup> Hvilke elementer som gjør seg gjeldende beror på avtale og en klar rettslig definisjon kan derfor vanskelig tenkes.

For at crowdfunding skal bli en attraktiv finansieringsform er det viktig at det tilbys et instrument som ivaretar både entreprenørens behov og gir investor insentiver for finansiering. Samspillet mellom avkastning, risiko og kontroll vil være sentralt. Instrumentene kan kombineres med ulike rettigheter og forpliktelser, og kan dermed gjennom avtalekonstruksjonen svare partenes ønsker og behov. I det følgende vil ulike instrumenter gjennomgå for å vurdere hvorvidt disse er egnet som finansieringsalternativer ved crowdfunding. Flere av instrumentene benyttes allerede ved operative plattformer rundt om i Europa. Disse vil det bli henvist til som illustrasjon. Det bemerkes at disse er underlagt regelverk i staten der de utstedes, hvilket kan være ulikt det norske regelverket

### 3.2.1 Egenkapital

Finansiering gjennom egenkapital er i crowdfunding omtalt som equity crowdfunding. Equity crowdfunding innebærer som nevnt investering mot eierskap i selskapet.<sup>73</sup> Finansieringen gjennom egenkapital er ansett som mer risikofylt for investor ved at egenkapital har prioritet bak fremmedkapital ved konkurs. En fordel ved bruk av egenkapitalfinansieringen er kontantstrømmen inn i selskapet som bidrar til en høy egenkapitalprosent. En høy egenkapitalprosent gir økt kredittverdighet og soliditet. Egenkapitalfinansiering kan dog innebære mulig tap av kontroll for de opprinnelige aksjeeierne, ved at deres posisjon utvannes og maktbalansen forskyves fordi selskapet får flere aksjeeiere.<sup>74</sup> Mange små aksjeeiere kan også være u håndterlige

---

<sup>70</sup> Andenæs (2006) s. 417

<sup>71</sup> Matre (2012) s. 17

<sup>72</sup> Matre (2012) s. 18 flg.

<sup>73</sup> Se punkt 2.2.3

<sup>74</sup> Woxholth (2014) s. 164

for entreprenøren. For å opprettholde kontroll over selskapet er det flere grep entreprenøren kan gjøre, herunder vedtektsbestemmelser og aksjonæravtaler.

Aksjelovgivningen gir aksjeselskap adgang til å utstede ulike kapitalinstrumenter som gir eierskap i selskapet. Av interesser ved crowdfunding er utstedelsen av aksjer. Andre egenkapitalinstrumenter er for eksempel tegningsrettsaksjer<sup>75</sup> og frittstående tegningsretter<sup>76</sup>, jf. asl. §§ 11-10 flg. Disse instrumentene er lite aktuelle ved crowdfunding fordi entreprenører som søker finansieringen gjennom crowdfunding vil ha behov for finansiering på tidspunktet for kapitalforhøyelsen. Disse instrumentene innebærer finansieringsmuligheter med lengre tidsperspektiv der rettighetshaver selv bestemmer om den tildelte retten skal benyttes. For selskapet innebærer dette både usikkerhet og lite kontroll over finansieringen.

Utstedelsen av aksjer skjer gjennom kapitalforhøyelse ved nytegning (nyemisjon), jf. asl. § 10-1 flg.<sup>77</sup> Her utstedes aksjer mot innskudd, eventuelt mot at selskapet blir kvitt tidligere gjeld.<sup>78</sup> Særlig to spørsmål tilknyttet nyemisjon som gjør seg gjeldende ved crowdfunding. Det første gjelder muligheten for å innhente kapital fra et større antall personer. Det andre er entreprenørens mulighet til å ivareta kontroll over selskapet.

### 3.2.1.1 Tegningsinnbydelse

Et av nøkkelelementene ved crowdfunding er muligheten til å innhente kapital fra et større antall personer.<sup>79</sup> Ved at entreprenørens prosjekt etableres som et aksjeselskap må aksjelovgivningens regler overholdes. For aksjeselskap er det oppstilt en skranke i selskapets mulighet til offentlig tegningsinnbydelse. Problemstillingen er om entreprenøren kan bruke plattformen ved kapitalforhøyelse uten at det skjer en emisjon i strid med aksjeloven.

Det følger av asl. § 10-1 første ledd tredje punktum at "[b]are aksjeeiere eller bestemte navngitte personer" kan innbys til å tegne nye aksjer. Allmennaksjeloven tillater innbydelse til allmennheten, jf. asal. § 10-1, og har ingen tilsvarende bestemmelse som aksjeloven. Denne begrensningen i aksjeloven regnes som en av hovedforskjellene mellom disse to selskapsfor-

---

<sup>75</sup> Ved tegningsrettsaksjer gis aksjetegnerne en rett til å senere kreve utstedt nye aksjer mot innskudd, jf. asl. § 11-10.

<sup>76</sup> Frittstående tegningsretter er retten til å senere kreve utstedt nye aksjer, jf. asl. § 11-12. Retten er ikke tilknyttet lån/aksje. Frittstående tegningsretter vil normalt brukes av selskapet som ledd i finansiering av kjøp eller som godtgjørelse til ansatte, jf. Aarbakke (2012) s. 717

<sup>77</sup> For en nærmere redegjørelse av gangen i kapitalforhøyelsen se Andenæs (2006) s. 507 flg.

<sup>78</sup> Andenæs (2006) s. 507

<sup>79</sup> Se punkt 2.1

mene og motsvares av noe strengere regulering av allmennaksjeselskap. Forskjellen ble innført ved endringslov av 22. desember 1995 nr. 80 som § 4-5 a i aksjeloven 1976.<sup>80</sup>

Utgangspunktet for aksjeselskap er således at bare aksjeeiere eller bestemte navngitte personer kan innbys til å tegne aksjer. Dette innebærer at dersom andre enn aksjeeierne skal innbys til å tegne aksjer, må disse identifiseres med navn. Det er her ikke tilstrekkelig å angi en bestemt krets som *selskapets ansatte, selskapets styremedlemmer* etc..<sup>81</sup> Også disse må navngis.

Innbydelse er et tilbud hvor mottakeren, ved aksept, etablerer en rettslig bindende aksjetegning i samsvar med tilbudet gitt. Ordlyden omfatter ikke innbydelse til senere aksjetegning. Det følger av forarbeidene, med tilslutning i juridisk teori, at loven ikke er til hinder for slik innbydelse til senere aksjetegning.<sup>82</sup> Dette til tross for at det kan synes som en omgåelse av bestemmelsen. Det ble gitt følgende uttalelse fra justiskomiteen i innstillingen til lovendring i 1995:

*”Komiteen legg til grunn at selskapet ved kapitalutviding kan gå ut med innbyding til aksjeteikning dersom det deretter vert inngått avtale med interessentane før verkeleg aksjeteikning skjer. Komiteen ser òg at det likevel vil vere vanskelegare å invitere mange småaksjonærar til å delta i kapitalutviding.”*<sup>83</sup>

Justiskomiteens uttalelse ble senere vist til i proposisjon til aksjeloven 1997.<sup>84</sup> Innbydelse til senere aksjetegning, i motsetning til innbydelse til aksjetegning, er dersom et selskap henvender seg til allmennheten for å sende signaler om at man ønsker å innhente kapital. Det sentrale er her at innbydelse til senere aksjetegning ikke er et tilbud med rettslig bindende virkning. Henvendelsen brukes kun som en måte for å sondere markedet, der den endelige innbydelsen rettes mot de navngitte personene som har meldt sin interesse.

Dette innebærer at det for entreprenøren ikke er noe i veien for å bruke crowdfundingsplattformen som medium for å sondere markedet, så lenge det ikke gis bindende tilbud ved denne uformelle kontakten. Interessenter vil på denne måten ha muligheten til ta direkte kontakt med entreprenøren gjennom plattformen. Disse kan deretter navngis i tegningsinnbydelsen slik at det skjer en lovlig emisjon i henhold til asl. § 10-1.

---

<sup>80</sup> Lov av 4. juni 1976 nr. 50 om aksjeselskaper

<sup>81</sup> Aarbakke (2012) s. 649.

<sup>82</sup> Innst.O.nr.23 (1995-1996) s. 8, Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s.159; Woxholth (2014) s. 150, Aarbakke (2012) s. 649, Matre (2014) note (1702)

<sup>83</sup> Innst.O.nr.23 (1995-1996) s. 8

<sup>84</sup> Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 159

For å illustrere hvordan innbydelse til senere aksjetegning kan gjennomføres ved crowdfunding, kan det vises til den engelske plattformen Crowdcube.<sup>85</sup> Denne plattformen har en ordning der bindende aksjetegning først foreligger når et bestemt kapitalkrav er nådd og vedtekten er sendt til de investorene som har meldt sin interesse. Dersom disse deretter ønsker å foreta investeringen undertegnes en kontrakt. Det er først da kontrakten er sendt for undertegnelse at bindende aksjetegning foreligger. Før den tid kan både entreprenøren og investorene trekke seg, og det foreligger således ikke et bindende tilbud fra entreprenøren.

### 3.2.1.2 Aksjeklasser

De nye aksjene som utstedes ved kapitalforhøyelse får som utgangspunkt verken dårligere eller bedre rettigheter enn de gamle aksjene, med mindre annet følger av tegningsgrunnlaget.<sup>86</sup> Dette er et utslag av likhetsgrunnsetningen som er slått fast i asl. § 4-1 første ledd. Likhetsgrunnsetningen innebærer at alle aksjer gir lik rett i selskapet. Disse vil i det følgende omtales som *ordinære aksjer*. Ved crowdfunding medfører likhetsgrunnsetning at aksjer eid av entreprenøren gir lik rett i selskapet som aksjer eid av investorene. Finansiering gjennom crowdfunding vil derfor i utgangspunktet innebære at et større antall investorer får innflytelse over selskapet. Dette kan være uheldig både fordi det kan bli vanskeligere å treffe beslutninger og fordi investorene kan tenkes å ha andre forventninger og ønsker enn entreprenøren.<sup>87</sup>

Unntak fra likhetsgrunnsetningen må vedtektsfestes i form av aksjeklasser med ulike rettigheter tilknyttet de forskjellige klassene, jf. asl. § 4-1 første ledd annen setning. De ulike aksjeklassene kan ha rettigheter av forskjellige art, men forskjellen trenger nødvendigvis ikke å innebære at den ene klassen har bedre rettigheter enn den andre. Det er tilstrekkelig at rettighetene er annerledes.<sup>88</sup> Unntak fra likhetsgrunnsetningen kan for eksempel gjelde retten til utbytte. Aksjer som gis fortrinn til utbytte omtales ofte som *preferanseaksjer*.<sup>89</sup> Preferanseaksjer vil normalt ha fortrinnsrett til utbytte, samt prioritet ved konkurs og ofte også ved oppløsning av selskapet. Aksjeeier i denne klassen har normalt ikke stemmerett på generalforsamlingen eller andre organisatoriske rettigheter. Aksjer uten eller med begrenset utbytterett kalles *stamaksjer*.<sup>90</sup> Stamaksjene øver innflytelse over selskapets drift og eies ofte av de opprin-

---

<sup>85</sup> Crowdcube I

<sup>86</sup> Andenæs (2006) s. 529

<sup>87</sup> Det kan bli vanskeligere å treffe beslutninger fordi utgangspunktet er at generalforsamlingens beslutninger krever flertall av de avgitte stemmer, jf. asl. § 5-17 første ledd.

<sup>88</sup> Andenæs (2006) s. 134

<sup>89</sup> Både Andenæs (2006) s. 134 og Woxholth (2014) s. 242

<sup>90</sup> Både Andenæs (2006) s. 134 og Woxholth (2014) s. 242

nelige aksjeeierne. Terminologien A og B aksjer er vanlig, men har ingen rettslig betydning. Både ulikhetene og aksjens samlede pålydende innen hver klasse må presiseres i vedtektene, jf. asl. § 4-1 første ledd siste setning.

Dersom entreprenøren ønsker å ivareta kontroll over selskapet ved equity crowdfunding må det derfor opprettes aksjeklasser med ulike stemme- og utbytterettigheter. En annen mulighet er at det inngås aksjonæravtale.

For entreprenøren innebærer preferanseaksjer den fordel at investorene ikke får organisatoriske rettigheter som for eksempel retten til å stemme. Ved at investorene ikke har rett til å stemme utgjør entreprenøren i praksis generalforsamlingen. Selv om det er styret som står for forvaltningen av selskapet, jf. asl. § 6-12 første ledd, er det generalforsamlingen som velger og eventuelt fjerner styremedlemmer som den har valgt, jf. asl. § 6-3 første ledd og § 6-7 annet ledd. Generalforsamlingen kan derfor som selskapets øverst myndighet påvirke forvaltning gjennom styreinstruks og overprøvelse av styrevedtak.

For investor innebærer preferanseaksjer lavere risiko enn ordinære aksjer på grunn av fortrinnsrett til utbytte og bedre prioritet ved konkurs. I tillegg har aksjeinvestering i preferanseaksjer, på lik linje med ordinære aksjer, en potensiell oppside som kan kompensere den risikoen investor påtar seg. Oppside ved aksjeinvestering er muligheten for kapitalvekst som kan innebære høy avkastning for investor. Manglende kontrollrettigheter vil på den andre siden kunne utgjøre en ulempe fordi investor ikke får ivaretatt sin posisjon i selskapet. Det kan blant annet velges at det skal utbetales lønn fremfor utbytte. Entreprenøren vil ofte, i tillegg til å være aksjeeier, være ansatt i selskapet og vil da kunne tjene på en slik ordning. Det kan også velges at overskudd skal brukes på videreutvikling av bedriften og nedbetaling av lån fremfor utbytte. Dette er en risiko investor må velge å påta seg ved investeringer i preferanseaksjer.

Alt i alt egner aksjer seg godt ved crowdfunding fordi entreprenøren har muligheten til å opprette aksjeklasser dersom entreprenøren ønsker å bevare kontroll. Selv om aksjeinvestering i nyetableringer kan innebære høy risiko, er det ved crowdfunding tale om små beløp. Konsekvensen ved tap er således ikke så stor. I tillegg kan investeringen medføre høy avkastning dersom selskapet går godt. Hvilke typer aksjer som tilbys vil bero på selskapet. Ved plattformen Crowdcube er det eksempler på at det tilbys både ordinære aksjer, preferanseaksjer og stamaksjer.<sup>91</sup> Valget vil bero på en konkret vurdering for hvert enkelt selskap.

---

<sup>91</sup> Crowdcube II

### 3.2.2 Gjeld

Fremmedfinansiering er ved crowdfunding kalt lånebasert crowdfunding.<sup>92</sup> Aksjeloven oppstiller ingen særlige krav knyttet direkte opp mot fremmedfinansiering og finansieringen vil således skje på bakgrunn av alminnelige kontraktsrettslige regler.

Ved crowdfunding vil fremmedfinansiering innebære fordel for entreprenøren ved at kontrollen over selskapet beholdes. Investorene gis kun en rett til tilbakebetaling og renter, og det vil derfor ikke være behov for å opprette aksjeklasser eller aksjonæravtaler. Til tross for dette vil det særlig for nyetablerte selskaper være krevende å betjene renter. For investorene innebærer retten til renter normalt mindre risiko enn ved egenkapitalinnskudd, fordi avkastningen ikke beror på selskapets resultater og utdelinger. Det vil dog alltid foreligge en risiko for tap ved at motparten ikke oppfyller sine forpliktelser i henhold til avtalen. Videre innebærer en lavere risikoprofil at forventet avkastning også vil være lavere. Dette gjelder særlig ved lån med sikkerhet.

Lånebasert crowdfunding har blitt kritisert fordi det ikke har en potensiell oppside som kan kompensere for den risikoen investor påtar seg ved investeringen. Som nevnte over vil det for nyetablert selskaper ofte være krevende å betjene renter. Investor kan risikere at selskapet ikke klarer å håndtere rentebetalingen og således tape hele sin investering.

#### 3.2.2.1 Lån og obligasjoner

Fremmedfinansiering kan deles inn i instrumentene lån og obligasjoner. Lån inngås som en avtale mellom to parter der långiver (kreditor) gir låntaker (debitor) en viss sum penger mot tilbakeføringsplikt.<sup>93</sup> Lånet ytes typisk mot vederlag, som regel i form av renter, og kan ha kommet til uttrykk i et gjeldsbrev eller som en muntlig fordring.<sup>94</sup> De konkrete vilkårene beror på nærmere avtale. Utgangspunkt for denne type fordring er at kreditor fritt kan omsette fordringen uten samtykke fra debitor.<sup>95</sup>

Obligasjon brukes i verdipapirhandelloven om et rentebærende omsettelig verdipapir med løpetid over 1 år jf. vphl. § 2-2 andre ledd nr. 2. Rentebærende verdipapir med løpetid 1 år eller kortere kalles sertifikater. Obligasjonen har en fast eller flytende rente, såkalt kupongrente, som utstederen plikter å betale for hver avtalte periode. Nullkupongobligasjoner er der vederlaget først betales ved lånets innfrielse.<sup>96</sup> Obligasjonslån skiller seg fra ordinære lån ved

---

<sup>92</sup> Se punkt 2.2.2

<sup>93</sup> Bergsåker (2011) s. 21

<sup>94</sup> Bergsåker (2011) s. 22 flg.

<sup>95</sup> Bergsåker (2011) s. 79

<sup>96</sup> NOU 2006:3 s. 35

at lånebeløpet fordeles på flere kreditorer.<sup>97</sup> Hver kreditor kan velge å kjøpe en eller flere obligasjoner, og kan normalt frigjøres gjennom slag på et lånemarked, dvs. et kapitalmarked for låneinstrumenter.<sup>98</sup>

Det er en rekke plattformer som tilbyr lån som instrument både med og uten sikkerhet. Plattformen Zopa tilbyr denne finansieringsformen både til privatpersoner og selskaper.<sup>99</sup> Ved denne typen lån kreves det normalt et større innskudd enn ved investering i obligasjoner og aksjer. Dette fordi selskapet inngår en særskilt avtale med hver enkelt långiver. Plattformen Thincats krever et minimum innskudd på 1000 pund (omlag 11 000 kr).<sup>100</sup>

Plattformene Crowdcube<sup>101</sup> og LendInvest<sup>102</sup> tilbyr en variant av obligasjonslån som går under navnet miniobligasjoner, såkalt "*mini bonds*". Dette er en usikret, ikke konvertibel, ikke overførbar obligasjon med månedlig eller halvårlig kupong som beløper seg til 6-8 % pa. Løpetiden varierer alt fra 12 måneder til 4 år. Crowdcube har tatt høyde for at nyetablerte bedrifter ofte ikke klarer å håndtere gjeld. Selskapene som tilbyr "*mini bonds*" på Crowdcubes plattform er derfor mer etablerte selskaper.

Både lån og obligasjoner egner seg som instrumenter ved crowdfunding. Entreprenøren må dog være bevisst på det vil kunne være krevende å betjene renter. Dette kan være en faktor som vil kunne gjør at equity crowdfunding vil være mer attraktivt for helt nyetablerte selskaper, mens lånebasert crowdfunding for de mer etablerte selskapene.

### 3.2.3 Hybridinstrumenter

Teori rundt crowdfunding inndeler finansiell crowdfunding i henholdsvis equity crowdfunding og lånebasert crowdfunding.<sup>103</sup> Denne inndelingen gir ikke et reelt bilde av kapitalinstrumentene som tilbys ved forskjellige crowdfundingplattformer. En rekke plattformer tilbyr også hybridinstrumenter.<sup>104</sup> Hybridinstrumentene representerer muligheten for skreddersøm i relasjon til vilkårene i instrumentet. Dette innebærer at hybridfinansiering ofte kan være en mer fleksibel finansieringsform for entreprenøren enn finansiering gjennom egenkapital og gjeld.

---

<sup>97</sup> Michaelsen (2008) note (22)

<sup>98</sup> NOU 2006:3 s. 35

<sup>99</sup> Zopa (hovetside)

<sup>100</sup> Thincats

<sup>101</sup> Crowdcube III

<sup>102</sup> LendInvest I

<sup>103</sup> Bradford (2012) s. 20 flg, De Buysere (2012) s. 10, Kirby (2014) s. 9.

<sup>104</sup> Se for eksempel Seedmatch (hovetside), Bergfürt (hovetside)

Aksjelovgivningene inneholder noe regulering tilknyttet slike instrumenter. Disse må entreprenøren forholde seg til dersom instrumentene benyttes ved crowdfunding. Nedenfor gis det en oversikt over aktuelle hybridinstrumenter og hvorvidt disse egner seg ved crowdfunding.

### 3.2.3.1 Ansvarlig lånekapital

Ansvarlig lån kjennetegnes ved at långiver har vedtatt å stå tilbake for selskapets øvrige kreditorer, prioritert og uprioritert, jf. dekningsloven<sup>105</sup> § 9-7 nr. 2.<sup>106</sup> Den ansvarlige lånekapitalen har samtidig prioritet foran aksjeeierne.<sup>107</sup> Ansvarlig lån kan enten være et obligasjonslån eller lån med en enkelt långiver. De rettigheter og plikter som tilkommer hver av partene følger av avtale. Aksjeloven regulerer ikke denne finansieringsformen direkte, hvilket innebærer at opptak av slikt lån hører under styret.<sup>108</sup> Aksjeloven kapittel 11 omhandler noen typer lån. Ansvarlig lånekapital er lån også i relasjon til disse bestemmelsene. Dette innebærer at det kan avtales at långiver kan gis rett til å kreve utstedt aksjer eller at lån avhenger av utbytte og selskapets resultat.<sup>109</sup>

For crowdfunding representerer ansvarlig lån en måte for entreprenøren å ivareta kontroll, samtidig som investorene ikke opptrer som alminnelige kreditorer. Investor vil likevel ha et insentiv for kapitalinnskudd i form av renter, og unngår samtidig risikoen som er tilknyttet aksjeinvestering. Ulempen for investor ved denne typen lån, er som ved alle andre typer lån. Det er ingen oppside som kompenserer for den risikoen investor påtar seg. I tillegg har investor valgt å stå tilbake for andre kreditorer.

I Tyskland har ansvarlig lån (*Nachrangdarlehen*) vært brukt som instrument ved crowdfunding. To av plattformene som tilbyr denne formen er Seedmatch og Bergfürst.<sup>110</sup> En hovedgrunn for utstedelsen har vært at ansvarlig lån ikke har vært definert som finansielle instrumenter, hvilket for plattformen har medført at formidling av slike lån bare har krevd registrering.<sup>111 112</sup>

---

<sup>105</sup> Lov av 8. juni 1984 nr. 59 om fordringshavernes dekningsrett

<sup>106</sup> NOU 1992:29 s. 55

<sup>107</sup> Woxholth (2014) s. 170

<sup>108</sup> Aarbakke (2012) s. 698

<sup>109</sup> Se punktene 3.2.3.2 og 3.2.3.3

<sup>110</sup> Seedmatch I, Bergfürst I

<sup>111</sup> European Crowdfunding Network (2013) s. 84 flg.

<sup>112</sup> Den 28. juli 2014 ble det første utkast til lov om investorbeskyttelse publisert i Tyskland. Her er det gjort unntak for ansvarlig lån ved crowdfunding. Osborne Clarke (2014)



Ansvarlig lån egner seg som instrument dersom investorene ikke har behov for rollen som alminnelige kreditor. Ansvarlig lån vil typisk være egnet der investorenes formål med investeringen ikke utelukkende er finansielt motivert.

### 3.2.3.2 *Konvertible lån og warrants*

Aksjeselskap kan inngå avtale om konvertible lån og warrants, jf. asl. § 11-1 første ledd. Med konvertible lån menes lån som gir fordringshaver rett til å kreve utstedt aksjer mot at fordringen nyttes til motregning. Warrants er lån som gir fordringshaver rett til aksjer mot innskudd i penger. For warrants opphører ikke fordringen ved bruk av tegningsretten. Det skjer således ingen konvertering.<sup>113</sup> Det kan også tenkes warrants i andre sammenhenger enn som del av en låneavtale.<sup>114</sup> Konvertible lån og lån med tegningsrett kan avtales med en enkelt långiver eller som obligasjonslån.<sup>115</sup>

For entreprenøren innebærer disse låneformene en fordel ved at investorene ikke blir aksjeeiere på tidspunktet for innskuddet. Entreprenøren vil således kunne forme selskapet i en kritisk fase uten innblanding fra andre. På den annen side vil investorene på sikt kunne bli aksjeeiere, hvilket kan innebære at entreprenøren mister noe av kontrollen over selskapet. Her vil det være mulighet for å ivareta kontroll ved å etablere aksjeklasser slik at de nye aksjene for eksempel ikke har organisatoriske rettigheter. Videre vil ofte slike lån innebære lavere rentekostnader.

For investorene innebærer disse låneformene samme risikoprofil som andre rentebærende verdipapir. Disse låneformene medfører således ikke den risiko som er forbundet med investering i aksjer, samtidig som opsjonsretten gir muligheten til å bli aksjeeiere dersom det skulle bli økonomisk gunstig.<sup>116</sup> Investorene oppnår en kombinasjon av renteavkastning og aksjeeksponering, og nedsidebeskyttelsen er langt større enn ved aksjeinvestering ved at investorene stilles som kreditor.

Konvertible lån og warrants egner seg ved crowdfunding fordi konverteringsretten innebærer at det normalt kan avtales lavere renter enn ved andre typer lån. For et nyetablert selskap vil dette kunne gjøre det lettere å betjene lånekostnadene. Videre gir disse instrumentene investor muligheten å bli eier dersom det skulle gå bra med selskapet. Investorene får således et ekstra insentiv.

---

<sup>113</sup> Aarbakke (2012) s. 699

<sup>114</sup> For eksempel frittstående tegningsretter, jf. asl §§ 11-12 flg.

<sup>115</sup> Ot.prp.nr.19 (1974-1975) s. 61

<sup>116</sup> Aarbakke (2012) s. 699

### 3.2.3.3 Lån med særlige vilkår

Aksjeloven § 11-14 åpner for at selskapet kan beslutte opptak av lån med renter som helt eller delvis avhenger av det utbytte som utdeles eller av selskapets resultat. Lån med slike særlige vilkår kan være ansvarlige lån, men kan også ha lik prioritet som selskapets gjeld forøvrig.<sup>117</sup> Bestemmelsen kommer også til anvendelse i de tilfeller renten bare delvis er gjort avhengig av utbytte eller resultat.<sup>118</sup>

For entreprenøren gir lån med særlige vilkår to fordeler. For det første innebærer utbytte- eller resultatavhengig rente at selskapet ikke påtar seg store renteforpliktelser i vanskelige tider. Utbytte- og resultatavhengig rente reduserer blant annet risikoen for likviditetsproblemer og vil kunne bidra til at selskapet tåler nedgang i større grad. For det andre innebærer utbytte- og resultatavhengig rente at entreprenøren ivaretar kontroll over selskapet ved at investorene ikke blir eiere. Lån med utbytte- og resultatavhengig rente vil passe crowdfundinginvestorene fordi dette ofte er investorer med stor tro på selskapet og crowdfundingprosjektet. Jo bedre selskapet går, jo bedre avkastning vil det gi. For å unngå problematikken knyttet til utdeling av utbytte vil resultatavhengig rente kunne være mer gunstig for investorene. Her kan selskapet ikke "lure" seg unna betaling av rente fordi det er resultatet som legges til grunn og ikke hvorvidt det utbetales utbytte.

Lån med særlige vilkår er velegnet ved crowdfunding der vanlig rentebetaling blir for krevende for entreprenøren. Instrumentet vil kunne benyttes i de tilfeller der investor ikke er avhengig av fast og forutsigbar betaling av rente.

### 3.2.4 Oppsummering

Som fremstillingen over viser, åpner finansiering gjennom crowdfunding for en rekke finansieringsalternativer for entreprenøren. De instrumentene som er gjennomgått over egner seg i større eller mindre grad ved crowdfunding. Instrumentene som benyttes muliggjør skreddersøm for å tilpasse hvert enkelt selskap, samtidig som investorene gis insentiver for finansieringen.

## 3.3 Organisering av finansieringen

Investorenes deltakelse i prosjektet kan enten skje direkte eller indirekte. En direkte deltakermodell innebærer at kapital skytes direkte inn i entreprenørens selskap. Denne modellen er mest brukt ved crowdfunding og har også vært utgangspunktet for redegjørelsen over. Den

---

<sup>117</sup> NUT 1970:1 s. 105

<sup>118</sup> Andenæs (2006) s. 563

indirekte deltakermodell innebærer at kapital skytes inn i entreprenørens selskap via en annen enhet, og kan organiseres på to ulike måter. Det kan opprettes et special purpose vehicle (SPV) eller en kollektiv investeringsstruktur. Investeringen vil i begge tilfeller da skje i et eget selskap eller rettslig enhet, i stedet for direkte i entreprenørens selskap. Bakgrunnen for opprettelsen er blant annet å isolere finansiell risiko og eventuelt unngå lovgivingsrisiko.

Ved finansiering gjennom crowdfunding har opprettelsen av et SPV vært knyttet opp mot hvert enkelt prosjekt. Dette har blitt gjort blant annet for å unngå at investorene får direkte innflytelse i entreprenørens selskap og fordi det gjør det enklere å kontrollere et så stort antall investorer. Den tyske crowdfundingplattformen Innvestment er et eksempel på plattform som tilbyr crowdfunding gjennom et SPV.<sup>119</sup>

En kollektiv investeringsstruktur er annerledes en et SPV ved at strukturen ikke er knyttet opp mot hvert enkelt prosjekt. Ved en slik struktur fordeles de innskutte midlene på flere prosjekter. En grunn til dette er å spre risiko på mange prosjekter og har også blitt brukt for investorer som ønsker å investere i crowdfundingprosjekter men som ikke ønsker å sette seg inn i de forskjellige prosjektene. Plattformen Crowdcube tilbyr denne formen for investeringsstruktur.<sup>120</sup>

For entreprenøren har denne organiseringen liten betydning, men organiseringen vil kunne ha betydning for reguleringen av kanaliseringen og vil således kunne ha betydning for hvilke krav som stilles plattformen. Nærmere om dette nedenfor i kapittel 4.

## **4 Regulering av kanalisering**

Kanalisering henspiller den fremgangsmåte som benyttes for å koble potensielle investorer med crowdfundingprosjekter. Transaksjonene skjer typisk gjennom mellomledd. Crowdfundingplattformen vil opptre som et slikt mellomledd.

Reguleringen av kanaliseringen har vært en av de største barrierene for utvikling av crowdfundingplattformer i Europa. Det er da særlig to regelsett som har vært i fokus: konsesjons- og prospektreglene. Nedenfor vil det bli foretatt en analyse av konsesjonsregler tilknyttet virksomhetsutøvelse og prospektregler tilknyttet selve transaksjonene etter norsk rett.

---

<sup>119</sup> Innvestment

<sup>120</sup> Crowdcube III

## 4.1 Konesjonsregler

Det er i finansmarkedsretten oppstilt ulike krav til tillatelse for å utøve ulike typer virksomhet. Det skilles mellom finansieringsvirksomhet og virksomhet som medvirker til finansiering i verdipapirmarkedene. Sistnevnte vil i det følgende omtales som formidlingsvirksomhet.

Formidlingsvirksomhet brukes her både om virksomhet som organiseres som handelsplass og som mellommann. Finansieringsvirksomhet er virksomhet som bidrar til finansiering av annet enn egen virksomhet. Ved crowdfunding er den sentrale problemstillingen i hvilken utstrekning det kreves konsesjon for crowdfundingplattformens virksomhetsutøvelse.

Reguleringen av plattformens virksomhetsutøvelse vil bero på organiseringen, samt valg av instrument som tilbys. Det vil i det følgende derfor foretas en analyse av de krav som stilles til de ulike virksomhetstyper på finansmarkedsrettens område i relasjon til den virksomhet crowdfundingplattformen driver. Fordi crowdfundingplattformer kan organiseres på mange ulike måter, samt tilby mange ulike kapitalinstrumenter, vil analysen skje på et generelt plan. Dette innebærer at en crowdfundingplattform kan være regulert annerledes enn en annen plattform. For å få en bedre forståelse av hvordan en plattform kan tenkes organisert, er det valgt å illustrere hvordan ulike plattformer rundt om i Europa har valgt å organisere sin virksomhet. Disse plattformene følger regelverk i sin hjemstat, hvilket kan være ulikt det norske regelverket.

Det er i finansmarkedsretten foretatt en oppdeling av ulike systemer for å organisere handelen med finansielle instrumenter. Ulike reguleringer og krav er knyttet opp mot hvert enkelt system og disse handelsplassene fungerer som formidlere mellom kjøps- og salgsinteresser. Det er etter norsk rett oppstilt fire forskjellige kategorier av formidlingsvirksomhet<sup>121</sup> ved handel av finansielle instrumenter.<sup>122</sup> For å kunne drive disse typene formidlingsvirksomhet kreves konsesjon. Hvorvidt crowdfundingplattformen fungerer som formidler vil bli vurdert i punkt 4.1.1 og 4.1.2. Finansieringsvirksomhet skjer gjennom ulike finansinstitusjoner. Drift av finansinstitusjon krever i utgangspunktet konsesjon. Hvorvidt crowdfundingplattformen drifter en finansinstitusjon vurderes i punkt 4.1.3. I tillegg til konsesjonsreglene for formidlingsvirksomhet er det oppstilt konsesjonskrav for verdipapirfond og alternative investeringsfond. For sistnevnte gjelder konsesjonskravet uavhengig om det investeres i finansielle instrumenter. Hvorvidt crowdfundingplattformen omfattes av dette, vurderes i punkt 4.1.4.

---

<sup>121</sup> Verdipapirforetak, multilateral handelsfasilitet (MHF), regulert marked og børs

<sup>122</sup> Bergo (2008) s. 76

Det er en rekke eksempler i Europa på operative plattformer som tilbyr flere ulike typer finansieringsalternativer. For å illustrere i hvilken utstrekning en plattform kan tilby dette, er det i punkt 4.1.5 foretatt en vurdering av hvilke virksomhetsbegrensninger som følger av de ulike virksomhetstypene nevnt over. Her er det vurdert i hvilken utstrekning det er mulighet til å drive annen næringsvirksomhet enn den foretaket har fått tillatelse til drive.

#### 4.1.1 Verdipapirforetak

Et verdipapirforetak er en av de fire kategoriene av formidlingsvirksomhet der det kreves konsesjon. I det følgende vil det bli vurdert om crowdfundingplattformens virksomhetsutøvelse faller inn under definisjonen av verdipapirforetak.

I henhold til verdipapirloven kreves tillatelse fra departementet for foretak som yter ”*investeringstjenester på forretningsmessig basis*”, jf. vphl. § 9-1 første ledd. Et slikt foretak er i loven definert som et verdipapirforetak, jf. vphl. § 2-3 annet ledd. Bestemmelsen i § 9-1 er en gjennomføring av MIFID art. 5 første ledd og art. 7 nr. 1 annet ledd, og er i hovedsak en videreføring av verdipapirhandel 1997<sup>123</sup> § 7-1.<sup>124</sup>

Et sentralt koblingsord ved konsesjonspliktig tjenesteyting er finansielle instrumenter. Dette begrepet er nærmere gjort rede for i punkt 4.1.1.2.

##### 4.1.1.1 Vilkår for konsesjon

Det første vilkåret for konsesjonsplikten er at foretaket yter investeringstjeneste på *forretningsmessig basis*. Tjenesteyting som skjer uten vederlag er ikke forretningsmessig, og krever således ikke konsesjon. Genererer virksomheten inntekter, utløses kravet til konsesjon. Det er uten betydning hvordan vederlaget beregnes og hvem som betaler vederlaget.<sup>125</sup> De fleste crowdfundingplattformer krever en prosentmessig andel av investert beløp. En slik prosentmessig andel betegnes som kurtasje. En rekke plattformer i Europa krever kun en prosentmessig andel dersom finansiering er vellykket. Så fremt plattformen ikke driver gratis, ytes tjenesten på forretningsmessig basis. Det er således uten betydning at det kun kreves vederlag i de tilfeller finansieringen er vellykket.

Det andre vilkåret for konsesjonsplikten er at foretak yter en *investeringstjeneste*. Investeringstjeneste er nærmere definert i vphl. § 2-1 første ledd der det oppstilles syv ulike kategorier av tjenester som medregnes. Bestemmelsen gjennomfører MIFID Vedlegg I Del A nr. 1

---

<sup>123</sup> Lov av 19. juni 1997 nr.79 om verdipapirhandel (heretter vphl. 1997)

<sup>124</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 430

<sup>125</sup> Bechmann (2002) s. 28

til 8. Et grunnvilkår for at tjenesteytingen skal være omfattet av verdipapirhandelloven er at den må være knyttet opp mot *finansielle instrumenter*. Dette begrepet vil som nevnt gjennomgå i punkt 4.1.1.2 nedenfor.

Ved crowdfunding vil tjenestene ordreformidling og tilrettelegging særlig være aktuelle. Fordi det er adgang til å stille ulike krav til ulike typer investeringstjenester, er det nødvendig å vurdere om plattformen yter investeringstjenesten ordreformidling og/eller tilrettelegging. Et eksempel er kravet til startkapital. Utgangspunktet er at verdipapirforetak skal ha en startkapital som minst svarer til 730 000 euro, jf. vphl. § 9-13 første ledd. Unntak fra dette er oppstilt i verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften.<sup>126</sup> Tilsynspraksis viser at for tjenesten ordreformidling har kravet til startkapital blitt satt til et beløp som minst svarer til 50 000 euro jf. vphl. § 9-13 jf. vpf. § 9-47 annet ledd.<sup>127</sup> Som vilkår kunne ikke foretakene håndtere kunders finansielle instrumenter eller midler. For investeringstjenesten tilrettelegging viser tilsynspraksis at det laveste krav til startkapital har blitt satt til et beløp som minst svarer til 125 000 euro.<sup>128</sup> Det innebærer således at det kan stilles lavere krav til startkapital for ordreformidling enn tilrettelegging. Av den grunn er det nødvendig å vurdere begge tjenestene fordi dette kan få konsekvens for kapitalkravet som stilles.

Investeringstjenesten ordreformidling er en kombinasjon av to tjenester oppstilt i verdipapirhandellov, jf. vphl. § 2-1 første ledd nr.1 og 2. Ordreformidling<sup>129</sup> er ansett som den tradisjonelle formen for megling, og vil typisk innebære at kunden gir foretaket en bindende kjøps- eller salgsordre der foretaket utfører ordren ved å slutte handel med en motpart. Det er i juridisk teori antatt at også formidling av *interesser, indikative ordre, andre ikke-forpliktende ordrer* og der foretaket *fører kundene sammen* for at kundene så inngår avtale direkte seg i mellom også er omfattet.<sup>130</sup> Tjenesten omfatter alle typer ordre, herunder kjøp, salg, innlån og utlån.<sup>131</sup> Bestemmelsen kommer til anvendelse både ved formidling mellom investorer, som ikke er aktuelt ved crowdfunding, og formidling på vegne av investor (tegner) ved emisjon av

---

<sup>126</sup> Forskrift av 29. juni 2007 nr. 876 om verdipapirhandellov (heretter vpf.)

<sup>127</sup> Se for eksempel Finanstilsynet sak 13/9857, Finanstilsynet sak 12/3939, Finanstilsynet sak 13/2730

<sup>128</sup> Finanstilsynets sak 13/2907: Som vilkår kunne ikke foretaket stille garantier eller pådra seg tegningsforpliktelser. Det ble også stilt krav at tjenesten bare skulle ytes overfor andre selskap eid av selskapets aksjonærer.

<sup>129</sup> Tjenesten ordreformidling er en videreføring av gjeldende rett, jf. Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) s. 418. Definisjonen er i samsvar med MIFID Vedlegg I Del A. Ordlyden kom inn etter en lovendring av 1985-loven (se endringslov av 7. juni 1996 nr.25). I NOU 1995:1 s. 125 ble det lagt til grunn at ordreformidling er sammenfallende med definisjon av fondsmegling i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel (heretter vphl. 1985) § 2 b).

<sup>130</sup> Bergo (2008) s. 137

<sup>131</sup> Bechmann (2002) s. 31

omsettelige verdipapir.<sup>132</sup> Finanstilsynet (den gang Kredittilsynet) uttalte i sak 04/8886<sup>133</sup> at det er to nødvendige faktorer som må være oppfylt:

*”Det ene er at det må være et finansielt instrument, og dernest at det rådgiveren foretar seg må muliggjøre en direkte avtaleslutning mellom partene.”*<sup>134</sup>

Mottak og formidling av ordre er konsesjonspliktig etter nr. 1, mens utførelsen av ordre er konsesjonspliktig etter nr. 2. Ordlyden *”utførelse av ordre”* henviser til avtaleslutningen, ikke oppgjøret av handelen. Skal foretaket i tillegg til å formidle ordre også bistå i gjennomføringen kreves konsesjon etter nr. 2. Utførelse av ordre etter vphl. § 2-1 første ledd nr. 2 skal som utgangspunkt skje i verdipapirforetakets navn, der foretaket er ansvarlig for oppfyllelsen, jf. vphl. § 12-1.

Terskelen for å være omfattet av tjenesten ordreformidling beror på en helhetsvurdering. I sak 04/8886 presiserte Finanstilsynet at det å bistå en part med *”å lokalisere mulige investorer, ikke er nok til at konsesjonsplikt inntreer.”* Likevel ble det i saken påpekt at det i praksis er *”vanskelig å tenke seg kjøpsfremmede henvendelser som ikke er formidling av ordre (eventuelt egenhandel eller plassering) så lenge det kan avsluttes en handel.”* På bakgrunn av dette må det dermed sies at det skal lite til for at plattformens virksomhet regnes som ordreformidling. Det må således trekkes en nedre grense.

Generell markedsføring vil ikke være omfattet av tjenesten ordreformidling. Slik markedsføring var tidligere konsesjonspliktig.<sup>135</sup> Plattformen som kun organiseres som rene markedsføringsplattformer omfattes således ikke av konsesjonsplikt. At en plattformen velger å organisere seg på en slik måte er lite sannsynlig fordi plattformen normalt vil ha et ønske om å være del av kanaliseringprosessen. Den økonomiske fortjenesten knyttet til denne type virksomhet vil også være mindre. Plattformen vil ved denne type virksomhet kunne kreve vederlag basert på markedsføringstjenester. Beløpet som kanaliseres som følge av markedsføringen er således ikke med i grunnlag for beregningen av vederlaget. Konsesjonspliktig ordreformidling vil derfor først foreligge hvis markedsføringen må anses som en kjøpsfremmende henvendelse som medfører at det kan slutes en handel. Crowdfundingsplattformen vil typisk formidle entreprenørens salgsordre slik at det kan slutes handel med investor. Konsesjon for investeringstjenesten i vphl. § 2-1 første ledd nr. 1 og 2 vil da være nødvendig. De fleste crowd-

---

<sup>132</sup> Bergo (2008) s. 136

<sup>133</sup> Finanstilsynet sak 04/8886

<sup>134</sup> Saken omhandlet i utgangspunktet grensen for når rådgivingsaktiviteter er konsesjonspliktig. Saken sier noe om hvor grensen går for tjenesten ordreformidling.

<sup>135</sup> Vphl. 1997 § 1-2 første ledd nr. 5

fundingsplattformer vil normalt inngå en avtale med partene der disse aksepterer at foretaket ikke skal stå i mellom med motpartsansvar i henhold til vphl. § 12-1. I juridisk teori oppstilles muligheten for unntak for konsesjonsplikt etter nr. 2 i der foretaket ikke har et slik motpartsansvar.<sup>136</sup> Dette vil bety at det således kun er behov for konsesjon etter nr.1 i slike tilfeller.

Etter vphl. § 2-1 første ledd nr. 6 er ”*plassering av offentlige tilbud som nevnt i verdipapirhandelloven kapittel 7, plassering av emisjoner, samt garantistillelse for fulltegning av emisjoner eller tilbud om kjøp av finansielle instrumenter*” konsesjonspliktige investeringstjenester. To ulike former for tjenester omfattes av ordlyden: *plassering* og *garantistillelse*. I MIFID Annex I Del A er disse to tjenestene definert som to ulike investeringstjenester i henholdsvis (6) og (7). Garantistillelse, også kalt *underwriting*, innebærer at foretaket påtar seg risiko ved å garantere for fulltegning av emisjoner og offentlig tilbud.<sup>137</sup> Garantistillelse er her ikke aktuelt.

Begrepet emisjon må forstås som utstedelsen av verdipapir. Plassering av emisjon etter denne bestemmelsen gjelder dermed ikke utelukkende ved aksjeemisjon. Med *plassering* menes formidling av tilbud om tegning av instrumenter på vegne av utsteder.<sup>138</sup> I dette ligger det at foretaket må opptre på oppdrag fra utsteder, og ikke på eget initiativ. Det avgjørende er om det fremsettes et bindende tilbud om tegning for investorene. Både formidling av dette tilbudet og gjennomføringen av et slikt tilbud vil være konsesjonspliktig. Det kan således tenkes bistand i forbindelse med kapitalplassering som ikke krever konsesjon, hvilket innebærer at det må trekkes en grense mellom konsesjonspliktige og konsesjonsfrie tjenester. Rådgiving før beslutning om emisjon er truffet og bistand i forbindelse med utarbeidelse av prospekt er konsesjonsfrie tjenester.<sup>139</sup> Generell markedsføring vil også være konsesjonsfri fordi det her ikke skjer en formidling av et bindende tilbud.

Det er en høyere terskel for å være omfattet av konsesjonspliktig tilrettelegging enn ordrefor- midling fordi det kreves at plattformen har et tilretteleggingsmandat fra selskapet. Hvorvidt dette er tilfelle beror på organiseringen av plattformen og avtalen med entreprenøren. Slik mange crowdfundingsplattformer er organisert i Europa, er hovedoppgaven å tilrettelegge for kapitalisering av entreprenørens selskap. Bistanden skjer på oppdrag fra entreprenøren (utsteder) mot vederlag i form av en prosentmessig andel av kanalisert beløp. Gjennom generell markedsføring om mulig emisjon identifiseres potensielle investorer for entreprenøren (utsteder), samtidig som disse investorene får informasjon om selskapet og prosjektet. Kjernen i

---

<sup>136</sup> Bergo (2008) s. 136

<sup>137</sup> NOU 2006:3 s. 27

<sup>138</sup> NOU 2006:3 s. 28

<sup>139</sup> Bechmann (2002) s. 39



plattformens virksomheter er likevel mellommannsfunksjonen mellom entreprenør og investor. For flertallet av plattformer i Europa utgjør en sentral del av denne funksjonen å bistå i formidling av tilbud om tegning av instrumenter og gjennomføring av disse i selskapet. Denne mellommannsfunksjonen innebærer et trepartsforhold der også investorene blir kunde av plattformen. Dette forholdet blir særlig synlig i de tilfeller der også investoren yter vederlag til plattformen på grunnlag av sin investering.<sup>140</sup> Plattformen vil normalt være tegningssted etter avtale med entreprenørens selskap som utsteder. Dette inngår som del av tilretteleggingstjenesten.<sup>141</sup>

De fleste plattformer vil organisere seg på en sånn måte at virksomheten består i å yte investeringstjeneste i relasjon til verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd. Det kan også tenkes at plattformen yter tilknyttede tjenester definert i § 2-1 annet ledd. Tilknyttede tjenester er ikke i seg selv konsesjonspliktig, men foretaket må likevel søke Finanstilsynet om godkjenning før slike tjenester tilbys dersom de ikke allerede følger av tillatelsen, jf. § 9-1 første ledd siste punktum. Dette vil ikke bli redegjort for her da dette beror på organisering av den enkelte plattform.

#### 4.1.1.2 *Finansielle instrumenter*

Utgangspunktet er at konsesjonsreglene gjelder tjenesteyting ved handel med finansielle instrumenter. Finansielle instrumenter er nærmere definert i vphl. § 2-2. Man opererer med fire hovedgrupper: 1. omsettelige verdipapirer, 2. verdipapirfundsandeler, 3. pengemarkedsinstrumenter og 4. derivater. Av særlig interesse ved crowdfunding er omsettelige verdipapirer.<sup>142</sup>

Omsettelige verdipapirer er nærmere definert som de klasser av verdipapir som kan omsettes på kapitalmarkedet, jf. vphl. § 2-2 annet ledd. Det innebærer for det første et krav om *omsettelighet*. Det er i forarbeidene lagt til grunn at et verdipapir oppfyller dette vilkåret dersom verdipapiret etter sin art er omsettelig.<sup>143</sup> Hvorvidt verdipapiret rent faktisk kan omsettes i et konkret tilfelle er uten betydning. Avtaler og vedtektsbestemmelser om omsetningsbegrensninger vil derfor ikke få betydning for vurderingen.<sup>144</sup> Videre stilles det krav om at verdipapi-

---

<sup>140</sup> Plattformen Symbid pålegger investorene å betale vederlag for blant annet transaksjonskostnader og prosentandel av beløp investert. Se Symbid

<sup>141</sup> I de tilfeller plattformen er tegningssted uten avtale med entreprenørens selskap som utsteder, vil dette være omfattet av tjenesten ordreformidling i nr. 1. Se Bechmann (2002) s. 32 og 39

<sup>142</sup> For en nærmere fremstilling av de andre finansielle instrumentene vises til Bergo (2008) s. 30 flg.

<sup>143</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 53

<sup>144</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 419

ret må være omsettelig på et *kapitalmarked*. Dette innebærer både at det må finnes et marked for kjøp og salg, samt at dette markedet betegnes som et kapitalmarked.<sup>145</sup>

Omsettelige verdipapirer består av tre underkategorier, jf. vphl. § 2-2 annet ledd nr. 1 til 3. Den første underkategorien er aksjer og andre verdipapir som kan sidestilles med aksjer, samt depotbevis for slike, jf. vphl. § 2-2 annet ledd nr. 1. Aksjer er eierandeler i selskaper stiftet i henhold til aksjeloven, allmennaksjeloven, eller tilsvarende utenlandske foretak. Eierandeler i ansvarlige selskap og kommandittselskaper er ikke definert som aksje.<sup>146</sup> Aksjer vil etter sin art være omsettelig, selv om det for aksjer i aksjeselskap gjelder lovbestemte omsetningsbegrensninger, se asl. §§ 4-15 til 4-18.<sup>147</sup>

I juridisk teori legges det til grunn at aksjeklasser som ikke på noen måte kan omsettes neppe kan regne som omsettelige verdipapirer.<sup>148</sup> Dersom vedtekter eller aksjonæravtale inneholder et generelt omsetningsforbud eller omsetningsforbud for en eller flere aksjeklasser må det spørres om dette medfører at aksjene ikke etter sin art kan omsettes, og derfor ikke er omsettelige verdipapirer i henhold til verdipapirhandelloven. Aksjeloven oppstiller ingen skranker for vedtektsbestemmelser som inneholder omsetningsforbud, jf. § 4-15 første ledd. I kommentarutgaven til verdipapirhandelloven 1997 er det påpekt at tidsbegrenset omsetningsforbud gjennom vedtekter eller aksjonæravtaler ikke får betydning ved vurdering av aksjens omsettelighet.<sup>149</sup> Bruken av begrepet tidsbegrenset må kunne tolkes dithen at et omsetningsforbud som ikke er tidsbegrenset vil få betydning for vurderingen om aksjeklasse etter sin art er omsettelig. Dette innebærer, med støtte i det ovennevnte, at totalt omsetningsforbud vil medføre at en aksjeklasse ikke kan omsettes på kapitalmarkedet, hvilket betyr at aksjene ikke er omsettelige verdipapirer i henhold til verdipapirhandelloven § 2-2 annet ledd. Utgangspunktet vil etter dette derfor være at aksjer som hovedregel er omsettelige verdipapirer, men at det kan tenkes unntak.

Den andre underkategorien er obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter, samt depotbevis for slike, jf. vphl. § 2-2 annet ledd nr. 2. Bestemmelsen gjelder kun for gjeldsinstrumenter som er gjenstand for omsetning. Dette innebærer at ordinære banklån og annen gjeld som ikke er ment for omsetning ikke omfattes.<sup>150</sup> Begrepet obligasjoner brukes om gjeldsinstrumenter

---

<sup>145</sup> Myklebust (2011) s. 204

<sup>146</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 54

<sup>147</sup> Bergo (2008) s. 24

<sup>148</sup> Bergo (2008) s. 27

<sup>149</sup> Bechmann (2002) s. 49

<sup>150</sup> Bergo (2008) s. 27

som er utstedt i en større mengde.<sup>151</sup> Gjelden distribueres på flere ulike investorer som hvert får sitt rentebærende verdipapir. Sertifikater brukes om obligasjoner med løpetid på 12 måneder eller kortere.<sup>152</sup> Se over punkt 3.2.2.1.

Den tredje underkategorien omfatter ”*alle andre verdipapir som gir rett til å erverve eller selge slike omsettelige verdipapir eller som gir rett til kontant oppgjør*”, jf. vphl. § 2-2 annet ledd nr. 3. Begrepet *andre verdipapir* omfatter blant annet konvertible obligasjoner og tegningsretter. Det sentrale ved disse er omsetteligheten, da slike instrumenter ofte inneholder omsetningsforbud.<sup>153</sup> Det er ikke tilstrekkelig at disse verdipapirene gir rett til omsettelige verdipapirer. Konvertible lån og lån med tegningsrett kan avtales med en enkelt långiver, og vil normalt ikke være gjort omsettelig.<sup>154</sup> At disse låneformene gir rett til å erverve omsettelige verdipapirer (aksjer) er ikke tilstrekkelig for å omfattes av definisjonen. Kravet til omsettelighet gjelder både til verdipapirene i seg selv og de verdipapirer de er gitt rett til å erverve eller selge.

Da konsesjonspliktig tjenesteyting er tilknyttet finansielle instrumenter, vil finansiering som skjer gjennom bruk av instrumenter som ikke er det kunne medføre at plattformen unngår konsesjonsplikt. Dette utelukker ikke at plattformen kan være omfattet av annen konsesjonspliktig virksomhet. Å strukturere instrumentene på en slik måte at de ikke defineres som finansielle instrumenter bare for å unngå konsesjonsplikt for plattformen, vil kunne medføre uheldige virkninger som for eksempel at kapital blir innelåst i selskaper uten mulighet for realisasjon.

Kapitalinstrumenter som aksjer og obligasjoner vil som utgangspunkt regnes som omsettelige verdipapirer. For de andre instrumentene beror dette på vilkårene i avtalen.

## 4.1.2 Markeds plass

### 4.1.2.1 Regulert marked og multilateral handelsfasilitet

EU-kommisjonens generaldirektorat for det indre marked og tjenester uttalte 3. oktober 2013 at crowdfundingplattformer kan karakteriseres som multilaterale handelsfasiliteter dersom det legges til rette for handel av instrumentene kjøpt av investorene.<sup>155</sup> I det følgende vil det derfor bli vurdert om crowdfundingplattformens virksomhetsutøvelse faller inn under definisjonen av multilateral handelsfasilitet. Først vil definisjonen av regulert marked gjennomgås.

---

<sup>151</sup> Michaelsen (2008) note (22)

<sup>152</sup> Myklebust (2011) s. 205

<sup>153</sup> Bergo (2008) s. 28

<sup>154</sup> Ot.prp.nr.19 (1974-1975) s. 61

<sup>155</sup> European Commission (2013) s. 11

Bakgrunnen er at denne definisjonen med få unntak er sammenfallende med definisjonen av multilateral handelsfasilitet.

Et regulert marked er en markedsplass for finansielle instrumenter definert i børsl. § 3 (1).<sup>156</sup> Et regulert marked beslutter opptak til handel av finansielle instrumenter til markedet og skal organisere eller drive et multilateralt system som legger til rette for regelmessig omsetning av noterte instrumenter i samsvar med lov, forskrift og de objektive reglene som markedet selv har fastsatt. Drift av multilateralt system innebærer at handelssystemet må være åpent for flere parter, hvilket medfører at bilaterale ordninger faller utenfor definisjonen.<sup>157</sup> Virksomhet som regulert marked krever konsesjon, jf. børsl. § 4 første ledd.

For at foretak skal defineres som et regulert marked i henhold til § 3 (1) må det beslutte opptak (*"notering"*) til handel av finansielle instrumenter. I tillegg må systemet fungere regelmessig. Å beslutte opptak til handel med finansielle instrumenter betyr at disse finansielle instrumentene gis adgang til å omsettes på vedkommende markedsplass. Instrumenter som ikke er besluttet tatt opp har ikke adgang. Et regulert marked er således en handelsplass for allerede utstedte finansielle instrumenter.

Drift av multilateral handelsfasilitet (MHF) er en konsesjonspliktig investeringstjeneste dersom den drives på forretningsmessig basis, jf. vphl. § 9-1 jf. § 2-1 første ledd nr. 7. En multilateral handelsfasilitet er nærmere definert i vphl. § 2-3 (4) som et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter i samsvar med objektive regler og krav i verdipapirhandelloven med forskrifter.<sup>158</sup> Definisjonen er med få unntak sammenfallende med definisjonen av regulert marked.<sup>159</sup> Det stilles dog ikke krav til beslutning av opptak av finansielle instrument til handel eller at handelsplassen må fungere regelmessig.

En multilateral handelsfasilitet vil være en alternativ omsetningsplass for finansielle instrumenter i tillegg til regulert marked og omsetning internt i verdipapirforetak.<sup>160</sup> Det er i utgangspunktet kun verdipapirforetak som kan drive en slik fasilitet, men regulert marked kan også gis tillatelse i medhold av vphl. § 9-5.

Et viktig element både ved regulert marked og MHF er at det innebærer handel med finansielle instrumenter, se punkt 4.1.1.2 over.

---

<sup>156</sup> Bestemmelsen gjennomfører MIFID Art. 4 nr. 1 (14)

<sup>157</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 450

<sup>158</sup> Bestemmelsen gjennomfører MIFID art. 4 nr. 1 (15).

<sup>159</sup> Sml. Børsl. § 3(1)

<sup>160</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 420

Utgangspunktet er at en crowdfundingplattform ikke er å anse som et regulert marked eller MHF fordi plattformens hovedoppgave er å formidle kapital fra investor til selskapet og ikke å legge til rette for senere omsetning av finansielle instrumenter. En crowdfundingplattform vil normalt ikke anses som handelsplass fordi hovedoppgaven er å la investorer plassere kapital enten direkte eller indirekte i forskjellige prosjekter innenfor gitte tidsrammer. Når fristen har utløpt, opphører plattformens funksjon. Dersom investorene på et senere tidspunkt ønsker å selge sine eierandeler eller instrumenter, kan disse ikke selges med plattformen som markeds plass.

EU-kommisjonen uttalte, som nevnt over, at crowdfundingplattformer kan karakteriseres som multilaterale handelsfasiliteter dersom det legges til rette for handel av instrumentene. Dersom plattformen legger til rette for dette, må det foretas en konkret vurdering av plattformens virksomhet. Den britiske plattformen LendInvest gir investorene muligheten til å frigjøre seg fra sine lån ved å selge lånet til en annen investor.<sup>161</sup> Plattformen vil på bakgrunn av dette kunne defineres som en multilateral handelsfasilitet dersom lånet det handles med er å regne som et finansielt instrument.

#### 4.1.2.2 Organisert handelsfasilitet

3. juli 2014 ble det vedtatt revisjon av MIFID gjennom direktivet MIFID II<sup>162</sup> og forordningen MIFIR<sup>163</sup>, med implementeringsfrist 3. januar 2017. MIFID II innebærer en introduksjon av en ny type handelsplass, organisert handelsfasilitet (OHF) (*Organised Trading Facility*). Denne nye handelsplattformen skal være et tredje alternativ til regulert marked og MHF. Bakgrunnen for forslaget er ønsket om at all handel skal foregå på organiserte handelsplasser.<sup>164</sup> Dette kan således få betydning for crowdfundingplattformer.

OHF åpner for handel i annet enn aksjer, og drift av denne typen handelsplass utgjør en investeringstjeneste som krever tillatelse. OHF er definert som et multilateralt system hvor:

*"[...] multiple third-party buying and selling interests in bonds, structured finance products, emission allowances or derivatives are able to interact in the system in a way that results in a contract in accordance with Title II of this Directive."*<sup>165</sup>

---

<sup>161</sup> LendInvest II

<sup>162</sup> MIFID II Directive 2014/65/EU (heretter MIFID II)

<sup>163</sup> MIFIR Regulation (EU) No 600/2014

<sup>164</sup> European Commission MEMO/14/15

<sup>165</sup> MIFID II art. 4 nr. 1 (23)

OHF er således en handelsplass som tilrettelegger for kjøp og salg av obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippstillatelser og derivater. Strukturerte finansielle produkter er definert i MIFIR art. 2 nr. 1 (28).

En crowdfundingplattform kan ikke anses å drifte en OHF ved equity crowdfunding. Dette fordi plattformen ikke tilrettelegger for kjøp og salg av obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippsavtaler og derivater. Crowdfundingplattformer som tilbyr lånebasert crowdfunding vil kunne være omfattet av MIFID II vedrørende drift av OHF avhengig av hvordan dette er strukturert, jf. ordlyden ”bonds” i art. 4 nr. 1 (23).

Da implementeringsfristen ikke er før i 2017 vil regulering av dette være noe frem i tid.

#### 4.1.3 Finansieringsforetak og låneformidlingsforetak

Drift av finansinstitusjoner krever i utgangspunkt konsesjon. Både finansieringsforetak og låneformidlingsforetak regnes som finansinstitusjoner.<sup>166</sup> Crowdfundingplattformer som driver med formidling av lån vil kunne være omfattet av dette. Det vil i det følgende foretas en vurdering av hvorvidt plattformen kan defineres som henholdsvis finansieringsforetak og låneformidlingsforetak.

Virksomhet som innebærer ”å yte, formidle eller stille garanti eller på annen måte medvirke ved finansiering av annet en egen virksomhet” er å definere som finansieringsvirksomhet, jf. finansvl. § 1-2. Erverv av aksjer eller andre eierinteresser er unntatt, jf. § 1-2 nr. 2. I henhold til finansvl. § 1-3 er foretak som driver denne type virksomhet finansinstitusjoner. Det er kun nærmere bestemte institusjoner som har rett til å drive finansieringsvirksomhet og utgangspunktet er at dette krever tillatelse, jf. finansvl. § 1-4.

Finansieringsforetak må ha konsesjon for å drive virksomhet, jf. finansvl. § 3-3 første ledd. Begrepet finansieringsforetak er negativ avgrenset i finansvl. § 3-1, som en finansinstitusjon som ikke er sparebank, forretningsbank, selskap eller annen institusjon regulert etter forsikringsloven eller låneformidlingsforetak.<sup>167</sup> I praksis har det vært vanlig å dele denne virksomheten i kredittforetak og finansieringsselskap. Kredittforetak er definert i finansvl. § 1-5 nr. 1, og driver sin virksomhet ved å yte langsiktige pantesikrede utlån som finansieres gjennom utstedelse av obligasjoner.<sup>168</sup> Finansieringsselskapene yter kortsiktige og mellomlange lån, og ofte spesialiserte tjenester som avbetaling, leasing, betalingskort og factoring. Den sentrale

---

<sup>166</sup> Finansvl. § 1-3

<sup>167</sup> Keiserud (2012) note (538)

<sup>168</sup> Myklebust (2011) s. 107

forskjellen er at kredittforetak kan finansiere sin virksomhet basert på andre tilbakeføringspliktige midler enn innskudd fra allmennheten, jf. finansvl. § 1-5 tredje ledd, mens finansieringsselskap må basere dette på individuelle lånekontrakter, typisk i internbankmarkedet eller fra næringsdrivende.

Finansieringsforetak med tillatelse etter finansieringsvirksomhetsloven som yter investerings-tjenester som nevnt i vphl. § 2-1 må ha særskilt tillatelse til dette etter verdipapirhandelloven. Dette innebærer at det for disse finansinstitusjoner kreves tillatelse både etter finansieringsvirksomhetsloven og verdipapirhandelloven.

Da finansieringsforetak er negativt avgrenset mot låneformidlingsforetak må det her trekkes en grense. Låneformidlingsforetak er å regne som meldepliktig finansinstitusjon, og er således unntatt fra konsesjonskravet, se finansvl. § 1-4 annet ledd jf. § 4-1. Finansieringsforetak som driver låneformidling er unntatt fra slik meldeplikt. Et låneformidlingsforetak er et foretak som ikke driver annen finansieringsvirksomhet enn låneformidling, jf. finansvl. § 1-5 nr. 2. Denne virksomheten kan drives av enkeltpersoner eller av foretak.<sup>169</sup> Med låneformidling menes virksomhet som består i ”*organisert eller ervervsmessig formidling av lån eller garanti til lån.*” Begrepet formidling må tolkes som en mellommannsvirksomhet mellom långiver og låntager. Grensen mellom finansieringsforetak og låneformidlingsforetak går ved foretakets rolle. Finansieringsforetak vil inngå individuelle kontrakter med henholdsvis långivere og låntagere der foretaket har en tilbakeføringsplikt overfor långiver, og låntager overfor foretaket. Det er således ingen kobling mellom långiver og låntager. Låneformidlingsforetak vil derimot koble aktuelle långivere med aktuelle låntagere som inngår avtale direkte seg i mellom. Ved slik formidling vil ofte den ene parten være en annen finansinstitusjon, men dette er ikke et vilkår.

Låneformidlingsforetak formidler lån og garanti for lån. Ordlyden lån må forstås som et pengekrav som innebærer tilbakebetalingsplikt av den sum som er lånt. Dette omfatter både der debitor er en enkelt låntager, samt obligasjoner og sertifikater. I de tilfeller lånet defineres som et finansielt instrument vil formidling kunne omfattes av konsesjonskravene for verdipapirforetak, se drøftelsen over i punkt 4.1.1.2. For at låneformidling skal ha selvstendig betydning som virksomhet må det derfor være tale om lån som ikke er finansielle instrumenter.

Organisering som finansieringsforetak vil normalt ikke være aktuelt ved crowdfunding. Plattformen vil ved lånebasert crowdfunding koble långivere med aktuelle låntagere og derfor ikke påta seg noen tilbakeføringsplikt selv. En slik plattform må derfor anses som et låneformid-

---

<sup>169</sup> Ot.prp.nr.32 (1987-1988) s. 2

lingsforetak. Plattformens hovedoppgave er å formidle ulike typer lån fra investorene til entreprenørene og har således bare påtatt seg en mellommannsfunksjon. Den britiske plattformen LendInvest har organisert seg slike låneformidlingsforetak er definert etter norsk rett. Plattformens rolle er å koble investorer med entreprenører. Investorene velger selv hvilke entreprenører som det skal ytes lån til. LendInvest<sup>170</sup> bistår således kun som et mellomledd mellom långiver og låntager, og mottar ikke innlån der foretaket selv plasserer pengene.

Regjeringen la 20. juni 2014 frem forslag til lov om finansforetak. Forslaget fremkommer i proposisjonen Prop.125 L (2013-2014). Forslaget innebærer først og fremst en forenkling av lovstrukturen på området ved å samle gjeldende regelverk i en felles lov. Det er forslått endringer i konsesjonsplikten, ved å blant annet skille mellom konsesjon som kredittforetak og finansieringsforetak, jf. lovforslaget § 2-8 og § 2-9. Begrunnelse er at disse driver svært forskjelligartet virksomhet.<sup>171</sup> Konsesjonstypen finansieringsforetak har derfor et annet innhold enn etter gjeldende rett.<sup>172</sup> De foreslåtte endringene har liten betydning ved crowdfunding fordi de omfatter kun finansieringsforetak.

Til nå har fokuset vært plattformen og dens virksomhet. Investorer som yter kreditt som ledd i finansiering av annet enn egen virksomhet vil også kunne omfattes av definisjonen av finansieringsvirksomhet i finansvl. § 1-2. Utgangspunktet må likevel være at investorer som yter kreditt ikke vil være regnet som finansieringsvirksomhet selv om disse bidrar til finansiering av annet enn egen virksomhet. Bakgrunnen er at dette normalt er finansiering som forekommer i enkeltstående tilfeller. Dette er unntatt, jf. finansvl. § 1-2 nr. 6. Finansiering som ikke forekommer i enkeltstående tilfeller vil kunne omfattes. Hvorvidt finansieringen omfattes vil da bero på en helhetsvurdering der konkrete forhold må tas i betraktning.

#### 4.1.4 Verdipapirfond og alternative investeringsfond

Som nevnt i punkt 3.3 kan organiseringen av finansieringen skje i direkte og indirekte modeller. Dersom finansieringen skjer gjennom indirekte modeller vil crowdfundingplattformen kunne være omfattet av reglene om verdipapirfond og alternative investeringsfond.

Verdipapirfond er en kollektiv investeringsform, der verdipapirfondsforvaltning er konsesjonspliktig, jf. vpfl. § 2-1. Etter vpfl. § 1-2 første ledd nr. 1. er verdipapirfond legaldefinert som *selvstendig formuesmasse* som har oppstått *ved kapitalinnskudd* fra en ubestemt krets av personer mot *utstedelse av andeler* i fondet og som *for det vesentlige består i finansielle in-*

---

<sup>170</sup> LendInvest (hovedside)

<sup>171</sup> Prop.125 L (2013-2014) s. 45

<sup>172</sup> Prop.125 L (2013-2014) s. 162



*strumenter og/eller innskudd i kredittinstitusjon.* Etter ordlyden oppstilles det således fem kumulative vilkår. Det har tradisjonelt vært oppstilt et ytterligere vilkår for at en kollektiv investeringsstruktur skal anses som verdipapirfond.<sup>173</sup> Tilleggsvilkåret medførte at loven kun kom til anvendelse på kollektive investeringsformer hvor andelseiere hadde innløsningsrett. Innløsningsrett følger av någjeldende vpfl. § 4-12. Det kan reises spørsmål om dette kan opprettholdes som et tilleggsvilkår. I verdipapirfondloven 1981<sup>174</sup> var innløsning av andeler i fondet ansett som en del av verdipapirfondsforvaltning, jf. § 1-2 nr. 4. Dette er ikke videreført i någjeldende lov.<sup>175</sup> Det kan derfor argumenteres for at innløsningsrett ikke kan anses som et tilleggsvilkår, men må anses som et preseptorisk lovkrav for verdipapirfond.<sup>176</sup> Dette legges til grunn for den videre fremstillingen. Loven regulerer ulike typer verdipapirfond, herunder UCITS fond, nasjonale fond og spesielle fond. Disse er nærmere definert i vpfl. § 1-2 nr. 4 til nr. 6.

Da verdipapirfondloven i henhold til § 1-1 første ledd kun får anvendelse på verdipapirfond, forvaltningen av verdipapirfond og øvrig virksomhet som drives av forvaltningsselskap i henhold til verdipapirfondloven må det trekkes en grense mellom verdipapirfond og andre kollektive investeringsstrukturer. Her utgjør legaldefinisjonen av verdipapirfond seg særlig gjeldende. Som nevnt oppstilles det fem kumulative vilkår.

Det første er kravet til *selvstendig formuesmasse*. Med selvstendig formuesmasse forstås midler adskilt fra investorenes øvrige midler. Det må således skje en avgrensning mot aktiv forvaltning som er en konsesjonspliktig investeringstjeneste i henhold til vphl. § 2-1 første ledd nr. 4. Alle kollektive investeringsstrukturer vil, i motsetning til individuelle investeringsformer, utgjøre selvstendige formuesmasser. Videre må denne formuesmassen ha oppstått ved *kapitalinnskudd*, altså gjennom innskuddsbasert kapital. Innskuddet trenger nødvendigvis ikke å være i kontanter, også finansielle instrumenter og kapitalinnskudd i annet enn penger (tingsinnskudd) omfattes.<sup>177</sup> Lån vil derimot ikke oppfylle kravet til kapitalinnskudd, hvilket innebærer at investeringsstrukturer som finansieres gjennom lån ikke er verdipapirfond. Dette innebærer at ulike fondsstrukturer tilknyttet lånebasert crowdfunding faller utenfor. Kapitalinnskudd skjer i bytte mot eierskap i *andeler i fondet*. Formuesmassen må ha oppstått ved kapitalinnskudd fra *en ubestemt krets*. Begrepet ubestemt krets vil i utgangspunktet tilsvare allmennheten.<sup>178</sup> Ordlyden kapitalinnskudd fra en ubestemt krets tilsier at det kun er de fak-

---

<sup>173</sup> For eksempel Truyen (2006) s. 315

<sup>174</sup> Lov av 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond

<sup>175</sup> Prop.149 L (2010-2011) s. 167

<sup>176</sup> Prop.149 L (2010-2011) s. 25

<sup>177</sup> Prop.149 L (2010-2011) s. 26

<sup>178</sup> Prop.149 L (2010-2011) s. 114

tiske investorene som skal medregnes, ikke de potensielle. Ved crowdfunding vil de faktiske investorene utgjøre allmennheten, fordi crowdfunding tilrettelegger for at alle skal kunne investere. Kretsen av investorer vil således ikke være bestemt. Endelig oppstilles det en begrensning knyttet til valg av investeringsinstrumenter ved at fondets formuesmasse for det vesentlige må investeres *i finansielle instrumenter og/eller innskudd i kredittinstitusjon*. For at crowdfunding skal omfattes vil entreprenørenes valg av kapitalinstrument således være helt avgjørende. Dersom det investeres i finansielle instrumenter vil det være tale om et verdipapirfond og verdipapirfondloven vil da komme til anvendelse.

Da verdipapirfond etter legaldefinisjonen er en selvstendig formuesmasse vil plattformen ikke regnes som et verdipapirfond. Plattformen vil dog kunne regnes som forvalter av et slikt fond. Forvaltning krever tillatelse, jf. vpfl. § 2-1 først ledd. Verdipapirfondsforvaltning er nærmere definert i vpfl. § 1-2 første ledd nr. 2 som *”kollektiv porteføljeforvaltning, administrasjon og markedsføring herunder salg, av verdipapirfond”*. Der er i forarbeidene lagt til grunn at tillatelse til å drive verdipapirforvaltning også omfatter det å utføre oppgaver for andre forvaltningsselskapers fond.<sup>179</sup> Fordi plattformen har en mellommannsfunksjon, der både entreprenør og investor er kunder av plattformen, vil plattformen normalt verken etablere eller forestå forvaltningen av verdipapirfond. Den eneste rollen plattformen vil ha er å markedsføre muligheten for å investere i fondsstrukturer som etableres av andre forvaltningsselskap, slik for eksempel plattformen Crowdcube gjør.<sup>180</sup> Dette kan synes å være omfattet av å utføre oppgaver (her markedsføring) for andre forvaltningsselskapers fond. En alminnelige språklig tolkning av ordlyden tilsier dog at denne type markedsføring ikke omfattes. Markedsføringen er ikke tilknyttet et særskilt fond og det er heller ikke opprettet et fond på tidspunktet for markedsføring. Markedsføringen innebærer således ikke markedsføring av verdipapirfond slik ordlyden fordrer, men markedsføring av mulighetene til å investere i et fond. Utgangspunktet er derfor at konsesjon ikke er nødvendig. Dersom plattformen derimot påtar seg andre oppgaver, for eksempel salg av andeler i et etablert fond, vil plattformen kunne være omfattet av konsesjonsplikt.

Kollektive investeringsstrukturer som ikke omfattes av verdipapirfondloven, vil kunne omfattes av den nye loven om alternative investeringsfond. En rekke verdipapirfond som reguleres av verdipapirfondloven vil også kunne omfattes av denne. Forvaltere av disse må forholde seg til begge lovene.

---

<sup>179</sup> Prop.149 L (2010-2011) s. 32

<sup>180</sup> Crowdcube III

I tråd med gjennomføring av AIFMD-direktivet<sup>181</sup> ble det i 2014 vedtatt en lov vedrørende innretning for kollektive investeringer, såkalte alternative investeringsfond (AIF). Forvaltning av alternativ investeringsfond krever tillatelse, jf. AIF-loven § 2-2. Forvaltere av et eller flere AIF der samlet forvaltningskapital er under visse terskelverdier er likevel unntatt kravet om konsesjon, jf. lovens § 1-4 første ledd. Disse pålegges dog registrerings- og rapporteringsplikter.

Et alternativ investeringsfond er nærmere definert i AIF-loven § 1-2 bokstav a. Det oppstilles tre vilkår for at det skal være tale om et alternativ investeringsfond.<sup>182</sup> Det første vilkåret innebærer at den innretningen for kollektiv investering *innhenter kapital fra et antall investorer*. Det andre vilkåret er at denne kapital investeres i samsvar med *definert investeringsstrategi til fordel for investorene*. Siste vilkår er at innretningen ikke defineres som *et UCITS* som er regulert i henhold til verdipapirfondloven. Dette innebærer at andre fond enn UCITS, herunder nasjonale fond og spesialfond regulert etter verdipapirhandelloven, også omfattes av AIF-loven. For noen kollektive investeringsstrukturer vil dette innebærer at både verdipapirfondloven og AIF-loven kommer til anvendelse. Det er i forarbeidene lagt til grunn at verken selskapsform eller aktiva som det investeres i vil være av betydning for vurdering av hvorvidt en innretning defineres som AIF. Hvorvidt fondet omfattes avhenger av om kapitalen investeres i samsvar med en angitt investeringsstrategi og er således uavhengig av rettslig struktur.<sup>183</sup>

Forvalter er definert som et foretak som på forretningsmessig basis driver forvaltning av et alternativt investeringsfond, jf. § 1-2 bokstav b. Forvaltningen kan enten skje av en ekstern forvalter eller forvaltes internt, jf. § 2-1 første ledd. Den eksterne forvalteren må være en juridisk person annen enn AIF selv, jf. ordlyden foretak. Dette innebærer at det både må foretas en vurdering om det foreligger et AIF og om det er tale om forvalter av AIF.

Som nevnt ovenfor er innretning definert som UCITS-fond ikke alternative investeringsfond. Videre oppstilles det som nevnt vilkår om at innretningen *innhenter kapital fra et antall investorer*, og at investeringen må skje *i henhold til en definert investeringsstrategi*. Utgangspunktet for crowdfundingsplattformen er at plattformen ikke aktivt innhenter kapital, men fungerer som et medium der entreprenører kan innhente kapital. Dette innebærer at plattformen ikke i seg selv innhenter kapital fra investorene, og dermed ikke oppfyller første vilkår i § 1-2 bokstav a. En crowdfundingsplattform er således ikke et AIF. Denne konklusjonen støttes også ved at crowdfundingsplattformen heller ikke har en definert investeringsstrategi, hvilket innebærer at investorene selv velger hvordan kapitalen skal fordeles.

---

<sup>181</sup> AIFMD Directive 2011/61/EU

<sup>182</sup> Prop. 77 L (2013-2014) s. 18 og 22

<sup>183</sup> Prop. 77 L (2013-2014) s. 19

Crowdfundingsplattformen kan anses som forvalter av AIF. Forvaltning er definert i § 1-2 bokstav c som porteføljeforvaltning og risikostyring for alternative investeringsfond. I forarbeidene viste arbeidsgruppen til følgende forståelse av begrepene:

*”... med porteføljeforvaltning menes å foreta og gjennomføre investeringsbeslutninger på vegne av de fond som forvaltes, mens risikostyring menes å håndtere de risikoer som oppstår ved forvaltningen.”*<sup>184</sup>

I de tilfeller plattformen organiserer finansiering gjennom kollektive investeringsstrukturer der plattformen foretar og gjennomfører investeringsbeslutninger vil dette innebære forvaltning av et AIF. For operative plattformer er ulike kollektive investeringsstrukturer organisert på en slik måte at crowdfundingsplattformen ikke bistår med forvaltning. Forvaltningen er satt til andre foretak som da må ha konsesjon. Dette fordi plattformen normalt har påtatt seg en mellommannsfunksjon, der plattformen har et kundeforhold både til entreprenør og investor. Plattformen anses således bare som en tilrettelegger. Crowdcube som tilbyr investering i venturefond har satt opprettelse og forvaltning av fond bort til et annet selskap.<sup>185</sup> Dette innebærer at plattformen da unngår konsesjonsplikt.

Dersom plattformen likevel skulle oppfylle vilkårene i definisjonen vil samlet forvaltningskapital trolig være under 100 millioner euro. Dette innebærer at plattformen da vil være unntatt fra regelverket med unntak av § 1-4 og kapittel 9, jf. AIF-loven § 1-4 første ledd bokstav b.

#### 4.1.5 Adgang til å drive annen næringsvirksomhet

Over er det gjennomgått konsesjonskrav tilknyttet ulike typer virksomhet som crowdfundingsplattformer kan tenkes å være omfattet av. Flere operative plattformer i Europa tilbyr ulike finansieringsalternativer og driver således en bred virksomhet. På finansmarkedsrettens område er det oppstilt en rekke virksomhetsbegrensninger. Problemstillingen er således i hvilken utstrekning en crowdfundingsplattform kan tilby forskjellige former for finansiering som omfattes av mer enn en konsesjonspliktig virksomhet.

Verdipapirhandelloven oppstiller virksomhetsbegrensninger for verdipapirforetak, jf. vphl. § 10-2. Bestemmelsen er en videreføring av vphl. 1997 § 8-3.<sup>186187</sup> Begrunnelsen for begrensningen har tradisjonelt vært at verdipapirforetak skal opptre som uavhengige mellommenn

---

<sup>184</sup> Prop.77 L (2013-2014) s. 19

<sup>185</sup> Crowdcube III

<sup>186</sup> Vphl. 1997 § 8-3 er identisk med vphl. 1985 § 4-3, jf. Innst.O.nr.83 (1996-1997) s. 72.

<sup>187</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 436

ved verdipapirhandel, samtidig som begrensningen hindrer at foretak blir involvert i risikofylt virksomhet som kan true foretakets økonomiske stilling.<sup>188</sup>

Som følge av virksomhetsbegrensningen i vphl. § 10-2 er utgangspunktet at verdipapirforetak kun kan yte investeringstjenester og tilknyttede tjenester i henhold til tiltalelsen som er gitt med hjemmel i vphl. § 9-1. Foretaket kan også ha adgang til å yte kreditt etter bestemmelsen i vphl. § 9-6 og virksomhet som følger av en eventuell tillatelse til å drive finansieringsvirksomhet. Begrensningen gjelder *annen næringsvirksomhet* som ikke har *naturlig sammenheng med utøvelsen av investeringstjenestevirksomheten*. Det er i forarbeidene til vphl. 1985 lagt til grunn at et viktig moment ved bedømmelsen er ”... i hvilken grad den aktuelle virksomhet ivaretar formålet om optimal utnyttelse av den kompetanse et investeringsforetak innehar.”<sup>189</sup> Det har dannet seg praksis på spesifikke næringsvirksomheter som oppfyller kravet til naturlig sammenheng. I forarbeidene til vphl. 1985. påpekes det at låne- og garantiformidling har tilstrekkelig sammenheng.<sup>190</sup> Da vphl. 1997 § 8-3 er identisk med bestemmelsen i vphl. 1985 må dette også gjelde her. Vphl. § 10-2 er en videreføring av vphl. § 8-3 hvilket taler for at låneformidling også her har tilstrekkelig sammenheng. For crowdfundingsplattformer innebærer dette at det er adgang til å både drive tjenester etter verdipapirhandellov og låneformidling.

Verdipapirfondsforvalter kan gis tillatelse til å drive aktiv forvaltning, jf. vpfl. § 2-1 annet ledd. Et forvaltningsselskap med slik tillatelse kan også gis tillatelse til å yte tilleggstjenestene investeringsrådgivning og oppbevaring og forvaltning av fondsandeler. Dersom forvalter både forvalter UCITS-fond og alternativ investeringsfond kreves tillatelse etter begge lover dersom samlede aktive overstiger terskelverdiene i AIF-loven § 1-4.<sup>191</sup> For crowdfundingsplattformer innebærer dette at ikke vil være adgang til å drive investeringstjenestene ordreformidling eller tilrettelegging i henhold til verdipapirhandelloven eller låneformidling i henhold til finansieringsvirksomhetsloven. Det gjør at en crowdfundingsplattform normalt vil velge å ikke være forvalter av et slikt fond.

Forvalter av alternative investeringsfond kan ikke drive annen virksomhet enn det som følger AIF-loven § 2-2 første ledd til fjerde ledd, jf. loven § 2-2 femte ledd. For internt forvaltede alternative investeringsfond kan fondet ikke drive annen virksomhet enn forvaltning av det aktuelle fondet og funksjoner som følger av annet ledd første punktum, jf. loven § 2-2 femte ledd annet punktum. Det følger av loven § 2-2 annet ledd annet punktum at ”*en ekstern forvalter som har tillatelse etter verdipapirfondloven § 2-1, kan i tillegg drive forvaltning av*

---

<sup>188</sup> NOU 1995:1 s. 81

<sup>189</sup> NOU 1995:1 s. 82

<sup>190</sup> NOU 1995:1 s. 76

<sup>191</sup> Kvalheim (2014) note (28A)

*verdipapirfond.*” Det er således anledning til både å drive verdipapirfondsforvaltning og forvaltning av alternative investeringsfond i samme selskap.<sup>192</sup> En tilleggstjeneste som ekstern forvalter av et slikt fond kan få tillatelse til å yte er ”*mottak og formidling av ordre på vegne av kunde i forbindelse med ett eller flere finansielle instrumenter*”, jf. loven § 2-2 fjerde ledd a). Ordlyden er identisk med vphl.§ 2-1 første ledd nr. 1. Det er således større adgangen til å yte tilleggstjenester for forvalter av alternative investeringsfond enn for verdipapirfond. Tilrettelegging er derimot ikke en tilleggstjeneste forvalter kan yte. For crowdfundingplattformen er det således en større adgang til å drive annen næringsvirksomhet enn ved forvaltning av verdipapirfond.

Finansieringsvirksomhetsloven § 3-16 oppstiller begrensninger for finansieringsforetak. Fordi plattformer normalt ikke kan defineres som finansieringsforetak vil denne bestemmelsen ikke bli behandlet.

#### 4.1.6 Alternative modeller

På bakgrunn av vilkårene og betingelsene for konsesjon har man i Norge sett en fremvekst av alternative modeller for crowdfunding.<sup>193</sup> Et hovedhensyn bak disse modellene har vært å unngå kapitalkrevende reguleringer som ikke slipper til små aktører med ønske om å drifte crowdfundingplattformer. Disse alternative modellene har blitt opprettet som indirekte modeller der investeringen skjer gjennom et eget foretak. Dette foretaket har vært organisert slik at det ikke skjer handel med finansielle instrumenter, for eksempel som samvirkeforetak.<sup>194</sup>

Et hovedproblem ved bruk av samvirkeforetak er utdelingsmekanismen som samvirkelova forutsetter. Utbetaling av overskudd skjer gjennom etterbetaling på grunnlag av medlemmenes ”*omsetning med foretaket*” dersom dette er vedtektsfestet, jf. samvirkel.§ 27 første ledd. Utdeling av overskudd kan således ikke skje på grunnlag av kapitalinnskudd og medføre at utdelingsmekanismen for samvirkeforetak skiller seg fra utdeling i andre selskapsformer. Det ble i forarbeidene til loven påpekt følgende om utdelingsmekanismen i samvirkeforetak:

*”Første ledd inneber ei ufråvikelig sperre mot utdelingar på grunnlag av kapitalinnskott. Er det ønske om utdelingar på grunnlag av kapitalinnskott kombinert med avgrensa deltakaransvar, må aksjeselskapsforma nyttast.”*<sup>195</sup>

---

<sup>192</sup> Prop.77 L (2013-2014) s. 32

<sup>193</sup> For en nærmere redegjørelse av rammevilkårene ved konsesjonspliktig virksomhet se Bergo (2008)

<sup>194</sup> Se punkt 3.1.1

<sup>195</sup> Ot.prp.nr.21 (2006-2007) s. 267

Foretaksmodellen gir således ikke avkastning på grunnlag av kapitalinnskudd, men avkastning på grunnlag av handel med foretaket. Samvirkeforetak kan dog være en attraktiv foretaksform for crowdfundingsprosjekter der det vil være naturlig å handle med foretaket. Det kan for eksempel være butikk, bakeri, bryggeri eller lignende. Foretaksformen kan også være attraktiv der investorene har et større behov for ulike medlemsfordeler fremfor avkastning, for eksempel i form av rabatter. Den norske siden NewJelly tilbyr denne indirekte modellen.<sup>196</sup>

Andre tenkelige modeller er ansvarlig selskap, indre selskap og kommandittselskaper.<sup>197</sup> Andeler i ansvarlig selskap, kommandittselskap og indre selskap er ikke regnet som finansielle instrumenter.<sup>198</sup> Utgangspunktet er derfor ikke konsesjonsplikt. Etter lovendring i verdipapirhandelloven i 2012 kreves det nå konsesjon for tjenester knyttet til andeler i selskaper definert i sel. § 1-2 (1) a, b, c og e uten at disse regnes som finansielle instrumenter, jf. vphl. § 9-1 (3). Kravet gjelder kun tjenester som ytes på forretningsmessig basis.<sup>199</sup> Dette innebærer at indirekte modeller der foretaket organiseres som ansvarlig selskap, kommandittselskap og indre selskap også er omfattet av kravet til konsesjon. Dette kan være en av grunnene til at man ikke har sett slike modeller. En annen begrunnelse kan også være ansvarsform. For kommandittselskap kan man i realiteten komme unna med et begrenset ansvar, jf. drøftelsen over i punkt 3.1.1. En begrunnelse for at man ikke har sett fremveksten av kommandittselskaper ved crowdfunding kan være at det for kommandittselskaper oppstilles innskuddskrav for den enkelte kommandittist med minst 20 000 kroner, jf. sel. § 3-5. For crowdfundingsprosjektene er hele poenget å kunne få små bidrag fra et større antall personer. Et eksempel er britiske Seedrs der investorene kan velge å investere så lite som £10.<sup>200</sup> Innskuddskravet på kr 20 000 per kommandittist (investor) vil innebære at man ikke vil oppnå målet med små bidrag fra et større antall personer og entreprenøren vil trolig måtte henvende seg til et helt annet segment av investorer.

Siste alternativ modell som vil bli redegjort for er stille deltaker. Selskapsloven § 1-2 første ledd bokstav d definerer stille deltaker som en deltaker i et selskap der det er avtalt at deltakeren ikke skal fremtrer utad og at deltakeren bare har begrenset ansvar med en fastsatt sum. Stilledeltaker kan delta i alle selskapsformene oppregnet i selskapsloven § 1-2.<sup>201</sup> Det er påpekt i forarbeidene til skattereformen 1992 at en stille deltaker også kan delta i andre sel-

---

<sup>196</sup> NewJelly

<sup>197</sup> Se punkt 3.1.1

<sup>198</sup> Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) s. 419

<sup>199</sup> Prop.107 L (2011-2012) s. 126

<sup>200</sup> Seedrs I

<sup>201</sup> Woxholth (2012) note (15)

skapsformer, som for eksempel i et aksjeselskap.<sup>202</sup> Dette innebærer at en stille deltaker kan delta i et aksjeselskap uten at det etableres et nytt selskap. Det sentrale vil være hvordan eierandelen til den stille deltakeren skal defineres. Definisjonen vil ha betydning for eventuell konsesjonsplikt. I Tyskland har man sett en fremvekst av crowdfundingplattformer som tilbyr stille deltakelse. Et hovedhensyn har vært å unngå konsesjonskrav.

#### 4.1.7 Oppsummering

Som fremstillingen over viser vil konsesjonsplikt variere etter den virksomhet plattformen driver. En sentral faktor er kapitalinstrumentet som er gjenstand for transaksjonen. Selv om det på et generelt grunnlag ikke er mulig å si hvilke krav som stilles til den enkelte plattform, er virksomhetstypene verdipapirforetak og låneformidlingsforetak de mest nærliggende alternativene. Særlig kravene som stilles til verdipapirforetak er både kapital- og kompetansekravende. Det vil derfor i punkt 5 foretas en analyse av muligheten for tilpasninger av regelverket.

## 4.2 Prospektregler

Punktet ovenfor omhandlet krav tilknyttet den virksomhet crowdfundingplattformen utøver. I det følgende vil fokuset være rettet mot krav til selve transaksjonen. Problemstillingen er her hvorvidt transaksjonen mellom entreprenørens foretak og investorene omfattes av prospektreglene.

Verdipapirhandelloven kapittel 7 inneholder regler om prospektplikt for visse typer transaksjoner av verdipapir og er en gjennomføring av Prospektdirektivet med senere endringer.<sup>203</sup> Et prospekt er et dokument med informasjon som har betydning for transaksjonen. Reglene er først og fremst begrunnet i hensynet til at investorene gis tilstrekkelig informasjon.<sup>204</sup> Prospektreglene deles inn i nasjonale registreringsprospekter og EØS-prospekter, der prospektplikten er avhengig av transaksjonens størrelse. EØS-prospektet faller innenfor Prospektdirektivets anvendelsesområde, mens det nasjonale registreringsprospektet faller utenfor.<sup>205</sup> Kravene som stilles til EØS-prospektene er langt mer omfattende enn kravene til registreringsprospektene.<sup>206</sup> Prospektreglene får kun anvendelse på omsettelige verdipapir, jf. vphl. § 7-2 første ledd jf. § 2-2 annet ledd. Det vises til avhandlingens punkt 4.1.1.2.

---

<sup>202</sup> Ot.prp.nr.35 (1990-1991) s. 374

<sup>203</sup> Prospektdirektivet jf. Endringsdirektivet Directive 2010/73/EU (heretter endringsdirektivet)

<sup>204</sup> Myklebust (2011) s. 292

<sup>205</sup> Prospektdirektivet art. 1 nr. 2. Se Ot.prp.nr.69 (2004-2005) s. 32

<sup>206</sup> Kravene følger av Prospektforordning Regulation (EC) No 809/2004 og er inkorporert i verdipapirforskriften § 7-13.



Reglene om nasjonale registreringsprosjekt kommer til anvendelse der det er transaksjoner som retter seg til 150 personer eller flere, og der beløpet tilsvarer minst 1 000 000 euro i en periode på 12 måneder, jf. vphl.§ 7-2. Transaksjoner som ikke oppfyller disse terskelverdiene er ikke omfattet av prospektplikten. For EØS-prospekter er kravet til kapital høyere. For disse gjelder det tilbud på minst 5 000 000 euro i en periode på 12 måneder, jf. vphl.§ 7-2 jf. § 7-7. For EØS-prospektene gjelder det samme kravet til antall personer som det stilles for nasjonale registreringsprospekt.<sup>207</sup>

Terskelen for EØS-prospekter innebærer at registreringsprospekter gjelder for transaksjoner i intervallet 1 000 000 euro til 4 999 999 euro. Under dette gjelder ingen prospektkrav og over dette gjelder kravene EØS-prospekter. Prospektkravene er knyttet til den totale summen av transaksjonen og antall investorer. Det stilles således ingen krav til hver enkelt investering gjort av hver enkelt investor.

I de tilfeller der crowdfundingen struktureres slik at motytelsen til kapitalinnskuddet er et omsettelig verdipapir vil det innebære at prospektreglene vil kunne komme til anvendelse. Unntakene fra prospektplikt oppstilt i vphl. § 7-4 vil ikke være anvendelig. Antall investorer og kapital investert vil således være viktig. Prospektreglene er i utgangspunktet mest praktisk for allmennaksjeselskap der det normalt er et større antall personer som innbys til tegning og emisjonsbeløpet ofte er høyere. Det er dog ikke noe i veien for at også kapitalforhøyelse i aksjeselskap faller inn under reglene.<sup>208</sup> Aksjeloven oppstiller ingen øvre grense for antall personer som kan innbys eller en maksimumsgrense for emisjonsbeløpet.

Transaksjoner i forbindelse med crowdfunding vil kunne tenkes å overstige kravet til antall personer. Ved at små beløp investeres fra et større antall personer, vil antall investorer per prosjekt kunne utgjøre mer enn 150. Det som da får særlig betydning ved crowdfunding er beløp investert. Terskelen på 1 000 000 euro for nasjonale registreringsprospekter og 5 000 000 euro for EØS-prospekter innebærer at det i utgangspunktet er lite trolig at crowdfundingprosjekter omfattes av prospektplikten. Likevel har man eksempler i Storbritannia der prosjekter har oversteget terskelen på 1 000 000 euro.<sup>209</sup> Her bør det bemerkes at Storbritannia ikke oppstiller de samme krav til nasjonale prospekter som den norske vphl. §7-2 og at

---

<sup>207</sup> Prop.107 L (2011-2012) s. 40. Grensen ble endret som følge av endringer i prospektdirektivet, se endringsdirektivet

<sup>208</sup> Aarbakke (2012) s. 649

<sup>209</sup> Seedrs II, Seedrs III

crowdfundingsplattformen i disse tilfellene har valgt å sette en grense på 4 999 999 euro for å unngå kravene til EØS-prospekt.<sup>210</sup>

Crowdfundingstransaksjoner vil derfor kunne være omfattet av prospektreglene. Dette må både entreprenør og plattform være bevist på i organisering av finansieringen.

Prospektkravene vil øke transaksjonskostnadene. Det vil derfor i punkt 5 foretas en analyse av muligheten for tilpasninger av regelverket.

## **5 Bør det gjøres endringer ved gjeldende regelverk for å tilrettelegge for crowdfunding?**

Det ble i kapitlene 3 og 4 foretatt en analyse av crowdfunding i relasjon til relevant regelverk. Som påpekt flere steder bidrar regelverket til at crowdfunding ikke får utnyttet sitt potensiale som finansieringsform.

Et overordnet formål med regulering av finansmarkedsretten er å bidra til en økt effektivitet slik at kapitalen kanaliseres dit den kaster mest av seg.<sup>211</sup> Hovedformålet med regulering av crowdfunding vil derfor være å tilrettelegge for en effektiv og velfungerende finansieringsform der entreprenører kan realisere sine prosjekter der tradisjonelle finansieringsformer ikke er tilgjengelig. For å kunne oppnå en samfunnsøkonomisk gevinst er det viktig at regelverket ikke er for tyngende. Et sentralt punkt er at reguleringen må søke å få ned transaksjonskostnadene. Med dette menes alle kostnader forbundet med frivillige bytte av rettigheter.<sup>212</sup>

Det europeiske regelverket på området er i stor grad et fullharmoniseringsregelverk hvilket medfører at dette regelverket i tråd med EØS-avtalen setter skranker for hvilke nasjonale tilpasninger som kan gjennomføres. I enkelte tilfeller åpner regelverket for et visst nasjonalt handlingsrom. Dette utgangspunktet får betydning for hvilke tilpasninger norske myndigheter kan gjøre for å tilrettelegg for crowdfunding.

### **5.1 Konesjonsregler**

Konesjonsreglene medfører transaksjonskostnader og utgjør en hindring for plattformene. En måte å tilrettelegge for crowdfunding er å unnta crowdfundingplattformen konesjonsplikt.

---

<sup>210</sup> Prospektdirektivet jf. endringsdirektivet tillater at de enkelte medlemsstatene stiller krav til prospekt i andre situasjoner enn de såkalt EØS-prospektene. Se punkt 5.2

<sup>211</sup> Myklebust (2011) s. 55

<sup>212</sup> Eide (2008) s. 129

Det er konsesjonsreglene tilknyttet verdipapirforetak som her vurderes fordi de fleste plattformer vil reguleres som verdipapirforetak. Kravene til låneformidlingsforetak utgjør ikke en barriere på samme måte som kravene til verdipapirforetak.

Konsesjonsreglene i verdipapirhandelloven er et utslag av fullharmoniseringsdirektivet MIFID. Unntak fra disse reglene må derfor følge av unntak oppstilt i direktivet. Nasjonale unntak som ikke følger direktivet vil være i strid med EØS-retten.

MIFID artikkel 3 oppstiller unntak fra direktivet for foretak som yter et begrenset tjenestespekter. Unntak i artikkel 3 er valgfri for medlemsstatene. Dette innebærer at nasjonale myndigheter kan gjøre unntak fra konsesjonsplikten dersom et foretak faller inn under definisjonen. Artikkel 3 er videreført i MIFID II med skjerpede betingelser. Det innføres krav til at de nasjonale reglene som regulerer disse foretakene skal svare til en rekke av direktivets bestemmelser.<sup>213</sup>

Av artikkel 3 følger det at det kan gjøres unntak fra direktivets bestemmelser for foretak som ikke har adgang til å forvalte klientmidler eller deres verdipapir, og som derfor ikke kan pådra seg gjeld overfor disse. Disse foretakene yter kun investeringstjenestene ordreformidling og/eller investeringsrådgivning i tilknytning til omsettelige verdipapir og fondsandeler. Unntak forutsetter at formidlingen av ordre kun skjer til nærmere angitte foretak og denne virksomheten er underlagt nasjonal regulering. Disse foretakene er andre verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og forvaltningsselskap av verdipapirfond.

Etter norsk rett er dette unntaket benyttet i svært begrenset grad. Vphl.§ 1-3 åpner for at departementet i forskrift kan fastsette at enkelte av lovens bestemmelser ikke skal gjelde for foretak med såkalt "*begrenset tjenestespekter*".<sup>214</sup> Et slikt unntak er oppstilt i vpf. § 1-3. Unntak gjelder kun for investeringsrådgivning i gitte tilfeller. Følgelig er det ikke oppstilt unntak for ordreformidling i norsk rett.

Italienske lovgivningsmyndigheter har valgt å benytte dette unntaket i MIFID for å vedta et regelverk for crowdfunding. For at equity crowdfunding ikke skal være i strid MIFID må formidlingen skje gjennom CONSOB registret megler.<sup>215</sup>

Unntaket oppstilt i MIFID, og videreført i MIFID II åpner for at crowdfundingplattformer kan være unntatt fra konsesjonsplikten dersom plattformen kun driver ordreformidling og

---

<sup>213</sup> MIFID II art. 3 nr. 2 flg.

<sup>214</sup> Se Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 417

<sup>215</sup> European Crowdfunding Network (2013) s. 115 flg.

dette skjer gjennom et av de angitte foretakene. Unntaket medfører at finansieringen må gå gjennom en utenforstående part, hvilket kan medføre transaksjonskostnader. Likevel muliggjør en slik løsning mindre bebyrdende krav til plattformene ved at plattformen selv ikke behøver konsesjon. Det norske regelverket kan således endres for å unnta plattformen fra konsesjonskrav.

Andre unntak fra konsesjonsreglene kan bare gjennomføres i tråd med endringer fra EU som implementeres i EØS-avtalen. Som nevnt over i punkt 2.4.2 er EU fortsatt avventende.

## 5.2 Prospektregler

Prospektdirektivet art. 3 nr. 2 oppstiller grenser for når det er adgang til å stille krav om prospekt etter nasjonal rett.<sup>216</sup> I tråd med dette er det etter norsk rett vedtatt nasjonalt registreringsprospekt. Grensen for når prospektplikt inntreer er dog satt høyere enn nedre grense i direktivet.<sup>217</sup>

Fordi man har valgt å kreve nasjonalt registreringsprosjekt innebærer det økte transaksjonskostnader ved transaksjoner som omfattes av plikten. En måte å få ned disse er å tilpasse prospektkravene slik at crowdfunding ikke omfattes.

Prospektdirektivet kommer kun til anvendelse for EØS-prospektene, hvilket betyr at man kan tilpasse reglene for de nasjonale prospektene slik at crowdfunding ikke omfattes av prospektplikten.<sup>218</sup> En måte å unngå at crowdfunding omfattes av de nasjonale registreringsprospektene vil være å sette en nedre grense tilknyttet sum investert av hver enkelt investor uavhengig av antall investorer og størrelsen på tilbud totalt. Den nedre grensen kunne da blitt stilt opp som et unntak fra prospektkrav i de tilfeller der hver enkelt investering i transaksjonen ikke overstiger for eksempel kr 10 000. Crowdfundingen ville da kunne unngå prospektkravene ved å tillate investeringer opp til en gitt sum. En annen mulighet er at terskelen for slike prospekter settes høyere. Da vil det være rom for større transaksjoner.

Et hovedhensyn bak prospektkravene er at investorene gis tilstrekkelig informasjon. Ved at prospektreglene tilpasses slik at crowdfunding ikke omfattes vil problemkomplekset informasjonsasymmetri kunne oppstå. Informasjonsasymmetri kan medføre at investor ikke evner å skille mellom gode og dårlige investeringer, som igjen kan medføre at investor velger å ikke

---

<sup>216</sup> Prospektdirektivet art. 3 jf. endringsdirektivet art. 1 nr. 3(a)(i)(2)(b).

<sup>217</sup> Begrunnelsen er blant annet hensynet til at norske prospektkrav ikke skal være lavere enn andre nordiske land, jf. Prop.107L (2011-2012) s. 40

<sup>218</sup> Prospektdirektivet art. 1 nr. 2 (h) jf. endringsdirektivet art. 1 nr. 1 (a) (i)

investere.<sup>219</sup> Behovet for prospektkrav på dette området kan da særlig begrunnes med at crowdfundingsinvestorene ofte er uprofesjonelle aktører med lite eller ingen erfaring.

Hvorvidt crowdfunding skal unntas prospektkravene vil da bero på en helhetsvurdering der hensynet til investorbeskyttelse må veies opp mot hensynet til en effektiv og økonomisk levedyktig finansieringsform. Prospektdirektivet åpner for muligheten og det norske regelverket kan derfor endres.

### **5.3 Oppsummering**

Som drøftelsen over viser, er det både for konsesjonsreglene og prospektreglene mulighet for å tilpasse regelverket for å tilrettelegge for crowdfunding. Hvorvidt reglene bør endres beror dog på en helhetsvurdering.

Det kan argumenteres for at regelverket bør tilpasses. For det første viser fremveksten av alternative modeller at regelverket slik det er i dag bidrar til crowdfunding ikke får utnyttet sitt potensial som alternativ finansieringsform. For det andre er det tale om små beløp som investeres, hvilket innebærer at behovet for investorbeskyttelse ikke i like stor grad gjør seg gjeldende. Mot dette kan det påpekes at investorene ved crowdfunding ofte vil ha minimalt med erfaring. Behovet for investorbeskyttelse vil derfor være til stedet til tross for at det ikke er tale om store beløp. Videre vil det kunne være hensiktsmessig å avvente tilbakemeldinger fra de europeiske landene som har valgt å vedta regelverk. Dette både i forhold til hvilke erfaringer disse landene har gjort seg og mulige forbedringspotensialer. Crowdfunding er fortsatt i startfasen og det gjenstår enda å se om fenomenet kun utgjør en forbigående trend eller vil etablere seg som finansieringsform.

---

<sup>219</sup> Begrepet brukes i utgangspunktet innenfor økonomisk teori. Se Myklebust (2011) s. 31

## 6 Litteraturliste med forkortelser

### 6.1 Lover

<b>AIF-loven</b>	Lov av 20. juni 2014 nr. 28 om forvaltning av alternative investeringsfond
<b>Aksjeloven</b>	Lov av 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper
<b>Allmennaksjeloven</b>	Lov av 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper
<b>Børsloven</b>	Lov av 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder
<b>Dekningsloven</b>	Lov av 8. juni 1984 nr. 59 om fordringshavernes dekningsrett
<b>EØS-loven</b>	Lov av 27. november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v.
<b>Finansieringsvirksomhetsloven</b>	Lov av 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner
<b>Samvirkelova</b>	Lov av 29. juni 2007 nr. 81 om samvirkeforetak
<b>Selskapsloven</b>	Lov av 21. juni 1985 nr. 83 om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper
<b>Verdipapirhandeloven</b>	Lov av 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel
<b>Verdipapirfondloven</b>	Lov av 25. november 2011 nr. 44 om verdipapirfond

### 6.2 Opphevede lover

<b>Aksjeloven 1976</b>	Lov av 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskap
<b>Verdipapirhandeloven 1985</b>	Lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel
<b>Verdipapirhandeloven 1997</b>	Lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel
<b>Verdipapirfondloven 1981</b>	Lov av 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond

### 6.3 Forskrifter

**Verdipapirforskriften** Forskrift av 29. juni 2007 nr. 876 om verdipapirhandelloven

### 6.4 Lovforarbeider

<b>NOU 1992: 29</b>	<i>Lov om aksjeselskaper</i>
<b>NOU 1995:1</b>	<i>Investeringsforetak</i>
<b>NOU 1996:3</b>	<i>Ny aksjelovgivning</i>
<b>NOU 2000:21</b>	<i>En strategi for sysselsetting og verdiskaping</i>
<b>NOU 2006:3</b>	<i>Om markeder for finansielle instrumenter</i>
<b>NTU 1970:1</b>	<i>Innstilling til lov om aksjeselskaper</i>
<b>Innst.O.nr.23 (1995-1996)</b>	<i>Innstilling frå justiskomiteen om lov om endringar i lov av 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskap m.v. (EØS-tilpassing).</i>
<b>Innst.O.nr.83 (1996-1997)</b>	<i>Innstilling fra finanskomiteen om lov om verdipapirhandel.</i>
<b>Ot.prp.nr.19 (1974-1975)</b>	<i>Om lov om aksjeselskaper</i>
<b>Ot.prp.nr.32 (1987-1988)</b>	<i>Om endringer i Ot.prp.nr.41 (1986-1987) Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner og Ot.prp.nr.42 (1986-1987) Om lov om forsikringsvirksomhet</i>
<b>Ot.prp.nr.35 (1990-1991)</b>	<i>Skattereformen 1992</i>
<b>Ot.prp.nr.23 (1996-1997)</b>	<i>Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)</i>
<b>Ot.prp.nr.69 (2004-2005)</b>	<i>Om lov om endringer i verdipapirhandelloven mv. (gjennomføring av prospektdirektivet)</i>
<b>Ot.prp.nr.34 (2006-2007)</b>	<i>Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)</i>
<b>Ot.prp.nr.21 (2006-2007)</b>	<i>Om lov om samvirkeforetak (samvirkelova)</i>

<b>Prop.148 L (2010-2011)</b>	<i>Enderinger i aksjeloven mv. (nedsettelse av kravet til minste aksjekapital mv.)</i>
<b>Prop.149 L (2010-2011)</b>	<i>Lov om verdipapirfond</i>
<b>Prop.107 L (2011-2012)</b>	<i>Enderinger i bokføringsloven, verdipapirhandelloven, eiendomsmeglingsloven m.m.</i>
<b>Prop.111 L (2012-2013)</b>	<i>Endringer i aksjelovgivningen mv.(forenklinger)</i>
<b>Prop.77 L (2013-2014)</b>	<i>Lov om forvaltning av alternative investeringsfond</i>
<b>Prop.125 L (2013-2014)</b>	<i>Lov om finansforetak og finanskonsern (finansforetaksloven)</i>

## **6.5 EU/EØS-kilder**

### **6.5.1 Direktiver**

<b>AIFMD</b> <b>Directive 2011/61/EU</b>	Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010
<b>MIFID</b> <b>Directive 2004/39/EC</b>	Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC
<b>MIFID II</b> <b>Directive 2014/65/EU</b>	Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU
<b>Prospektdirektivet</b> <b>Directive 2003/71/EC</b>	Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC



**Endringsdirektiv  
Directive 2010/73/EU** Commission Delegated Regulation (EU) No 382/2014 of 7 March 2014 supplementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for publication of supplements to the prospectus

**Second Council Directive  
77/91/EEC** Second Council Directive of 13 December 1976 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent ( 77/91 / EEC )

## 6.5.2 Forordninger

**MIFIR** Regulation (EU) No 600/2014

**Prospektforordning** Regulation (EC) No 809/2004

## 6.5.3. Øvrige

**ESMA (2014)** ESMA. *Position Paper Crowdfunding. ES-MA/2014/SMSG/010*. 10.04.2014  
<http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-smsg-010.pdf> [Sitert 16.10.2014 ]

**European Commission (2013)** European Commission. *Consultation document. Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU*. 03.10.2013  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf) [Sitert 17.11.2014]

**European Commission (2014)** European Commission. *Communication from the the commission to the European parliament, the council, the European economic and social committee and the committee of the regions. Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union. COM (2014)172 final*.

27.3.2014

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_en.pdf)

[Sisert 15.10.2014 ]

**European Commission  
MEMO/14/15**

European Commission MEMO/14/15. *Markets in Financial Instruments (MiFID): Commissioner Michel Barnier welcomes agreement in trilogue on revised European rules.* 14.1.2014 [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-15\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-15_en.htm) [Sisert 17.11.2014]

**Official Journal of the European Union (2014) C341/281**

Official Journal of the European Union (2014) C341/281 30.09.2014. [Sisert 07.11.2014]

**6.6 Utenlandske lover**

**FCA 2014/13**

Crowdfunding and the promotion of non-readily realizable securities instrument 2014 ( FCA 2014/13), 10 March 2014 [Storbritannia]

**Law 221/2012**

**The CONSOB Regulation**

Law no. 221 of 17 December 2012 [Italia]

Consob Regulation no. 18592 of 26 June 2013 – The Collection of risk capital on the part of innovative startups via on-line portals [Italia]

**The JOBS Act**

Jumpstart Our Business Startups Act, Pub. L. No. 112-106 [USA]

**6.7 Forvaltningspraksis**

**Finanstilsynet sak 04/8886**

Finanstilsynet sak 04/8886. *Spørsmål om konsesjonsplikt etter verdipapirhandelloven.* 05.11.2004

<http://www.finanstilsynet.no/no/Venstremeny/Presedensregis->

[ter/?paraid=10289&src=BusinessAreaLaws3&type=LOV&TypeName=Lov&lawid=473&bapresnum=106&lawtypePresnum=75](http://www.finanstilsynet.no/no/Venstremeny/Presedensregis-ter/?paraid=10289&src=BusinessAreaLaws3&type=LOV&TypeName=Lov&lawid=473&bapresnum=106&lawtypePresnum=75) [Sisert 07.11.2014]

- Finanstilsynet sak 13/2907**      Finanstilsynet sak 13/2907. *Tillatelse til å yte investerings tjenester.* 26.11.2013.  
<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2013/Tillatelse-til-a-yte-investeringstjenester2/> [Sisert 01.11.2014]
- Finanstilsynet sak 13/2730**      Finanstilsynet sak 13/2730. *Tillatelse til å yte investerings tjenester.* 10.12.2013.  
<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2013/Tillatelse-til-a-yte-investeringstjenester3/> [Sisert 01.11.2014]
- Finanstilsynet sak 12/3939**      Finanstilsynet sak 12/3939. *Tillatelse til å yte investerings tjenester.* 07.01.2014.  
<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2014/Tillatelse-til-a-yte-investeringstjenester/> [Sisert 01.11.2014]
- Finanstilsynet sak 13/9857**      Finanstilsynet sak 13/9857. *Tillatelse til å yte investerings tjenester.* 30.06.2014.  
<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2014/Tillatelse-til-a-yte-investeringstjeneste/> [Sisert 01.11.2014]
- Skatteetaten  
prinsipputtalelser  
referanse 2013/856070**      Skatteetaten prinsipputtalelser referanse 2013/856070. *Skatteregler ved crowdfunding.* 04.12.2013  
<http://www.skatteetaten.no/upload/PDFer/Uttalelser/Skatteregler%20ved%20crowdfunding.pdf?epslanguage=nb-.NO>  
[Sisert 17.9.2014]
- 6.8 Litteratur**
- 6.8.1 Bøker
- Andenæs (2006)**      Andenæs, Mads Henry. *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper.* 2. utg. Oslo, 2006

- Aarbakke (2012)** Aarbakke, Magnus ... [et. al]. *Aksjeloven og allmennaksjeloven kommentarutgave*. 3. utg. Oslo, 2012
- Bechmann (2002)** Bechmann, Tor ... [et. al]. *Verdipapirhandelloven kommentarutgave*. 1. utg. Oslo, 2002
- Bergo (2008)** Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. 3. utg. Oslo, 2008
- Bergsåker (2011)** Bergsåker, Trygve. *Pengekravsrett*. 2. utg. Oslo, 2011
- De Buysere (2012)** De Buysere, Kristof ... [et. al.]. *A framework for European Crowdfunding*. 1. utg. Tyskland, 2012 [Sisert fra crowdfundingframework.eu]
- Eide (2008)** Erling, Eide og Stavang, Erling. *Rettsøkonomi*. 1. utg. Oslo, 2008
- Gjerm-Onstad (2013)** Gjerm-Onstad, Ole. *Valg av selskapsform*. 2. utg. Oslo, 2013 [Sisert fra rettsdata.no]
- Keiserud (2012)** Keiserud, Jørgen. *Norsk lovkommentar - finansieringsvirksomhetsloven*. Hovedrevidert 13.05.2012 [Sisert fra rettsdata.no]
- Kvalheim (2014)** Kvalheim, Cecilie. *Norsk lovkommentar - verdipapirfondloven*. Revidert 13.10.2014 [Sisert fra rettsdata.no]
- Matre (2014)** Matre, Hugo. *Norsk lovkommentar – aksjeloven*. Hovedrevidert 10.08.2014 [Sisert fra rettsdata.no]
- Matre (2012)** Matre, Hugo P. *Gjeld og renter*. 1. utg. Oslo, 2012
- Michaelsen (2008)** Michaelsen, André. *Norsk lovkommentar – verdipapirhandelloven*. Hovedrevidert 2008 [Sisert fra rettsdata.no]
- Myklebust (2011)** Myklebust, Trude. *Innføring i finansmarkedsrett*. 1. utg. Oslo, 2011 [Sisert fra rettsdata.no]
- Woxholth (2014)** Woxholth, Geir. *Selskapsrett*. 5. utg. Oslo, 2014

**Woxholth (2012)** Woxholth, Geir. *Norsk lovkommentar – selskapsloven*. Hovedrevidert 06.02.2012. [Sitert fra rettsdata.no]

## 6.8.2 Artikler og rapporter

**Belleflamme (2013)** Belleflamme, Paul, Thomas Lambert og Amin Schwienbacher. *Crowdfunding: Tapping the right crowd*. I: *Journal of Business Venturing*, Vol. 29, Issue 5, September 2014. [Sitert fra ssrn.com]

**Bradford (2012)** Bradford, C. Steven. *Crowdfunding and the federal securities laws*. I: *Columbia Business Law Review*, Vol. 2012, No. 1, 2012. [Sitert fra ssrn.com]

**Collins (2012)** Collins, Liam og Yannis Pierrakis. *The venture crowd. Crowdfunding equity investment into business*. Nesta Juli 2012. [Sitert fra nesta.org.uk]

**Howe (2006)** Howe, Jeff. *The Rise of Crowdsourcing*. I: *Wired*, Issue 14.06, June 2006. [Sitert fra wired.com]

**Kirby (2014)** Kirby, Eleanor og Shane Worner. *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*. Staff Working Paper of the IOSCO Ressearch Department. IOSCO SWP3/2014. [Sitert fra iosco.org]

**Mincer (2008)** Mincer, Jilian. *Micro lending for Microbankers*. I: *Wall Street Journal*, 20. mars 2008 [Sitert fra wsj.com]

**Schwartz (2013)** Schwartz, Andrew A. *Crowdfunding Securities*. I: 88 *Notre Dame L. Rev.* s. 1457-1490 2012-2013. [Sitert fra heinonline.org]

**Stamland (2008)** Stamland, Tommy, Linda Rud og Aksel Mjøs. *SNF-rapport nr 15/08. Kapitaltilgang for SMB i ulike deler av landet*. Juli 2008. [Sitert fra [http://www.snf.no/Files/Filer/Publications/Rapport/08/R15\\_08/R15\\_08.pdf](http://www.snf.no/Files/Filer/Publications/Rapport/08/R15_08/R15_08.pdf)]

**Truyen (2006)** Truyen, Filip. *Kollektive investeringsformer - forholdet mellom verdipapirfond, investeringsselskaper og aksjespare-klubber*. I: Tidsskrift for rettsvitenskap 2006 s. 268-340.[Sitert fra lovdata.no]

**Wroldsen (2013)** Wroldsen, John S.. *The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd*. I: 15 Vand. J. Ent. & Tech. L. 583 2012-2013 [Sitert fra ssrn.com]

## 6.9 Nettressurser

**Brønnøysundregistra (2013)** Brønnøysundregistra. *Årsmelding 2013*. <http://arsmelding.brreg.no/> [Sitert 18.11.2014]

**European Crowdfunding Network (2013)** European Crowdfunding Network. *Review of Crowdfunding Regulation*. Oktober 2013. <http://www.europecrowdfunding.org/wp-content/blogs.dir/12/files/2013/12/ECN-Review-of-Crowdfunding-Regulation-2013.pdf> [Sitert 29.9.2013]

**Danske finanstilsynet (2013)** Finanstilsynet. *Orientering om samspillet mellom alternative finansiering og den finansielle regulering*. 18 november 2013. [http://www.maqs.com/sites/default/files/Crowdfunding\\_0.pdf](http://www.maqs.com/sites/default/files/Crowdfunding_0.pdf) [Sitert 15.10.2014].

**Crowdsourcing.org (2013)** Massolution. *Crowdfunding Industry Report*. 2012 <http://www.crowdsourcing.org/editorial/2013cf-the-crowdfunding-industry-report/25107> [Sitert 17.9.2014]

**Osborne Clarke (2014)** Osborne Clarke. *Crowdfunding is growing up - Welcome to the World of Regulation*. 10.11.2014

<http://www.osborneclarke.com/connected-insights/publications/crowdfunding-growing-welcome-world-regulation/> [Siteret 20.11.2014]

## **Crowdfundingsplattformer:**

### **Bergfürst(hovedside)**

Bergfürst I

<https://de.bergfuerst.com/> [Siteret 20.11.2014]

<https://de.bergfuerst.com/glossar#n>  
[Siteret 20.11.2014]

### **Crowdcube (hovedside)**

Crowdcube I

<https://www.crowdcube.com/> [Siteret 17.9.2014]

<http://www.crowdcube.com/pg/crowdcube-faq-2013.10.2014>

Crowdcube II

<https://www.crowdcube.com/investment/grub-club-16374> [Siteret 21.11.2014]

Crowdcube III

<http://www.crowdcube.com/pg/investing-your-money-1513> [Siteret 03.11.2014]

### **Innovestment**

<https://www.innovestment.de/investors/vertrag.html>  
[Siteret 03.11.2014]

### **Kiva**

<http://www.kiva.org/> [Siteret 17.9.2014]

### **LendInvest (hovedside)**

LendInvest I

<https://www.lendinvest.com/> [Siteret 03.11.2014]

LendInvest II

<https://www.lendinvest.com/lend> [Siteret 03.11.2014]  
<http://support.lendinvest.com/hc/en-gb/articles/200466312-How-long-do-loans-on-the-LendInvest-platform-last->  
[Siteret 03.11.2014]

### **NewJelly**

<http://www.newjelly.com/Equity/> [Siteret 17.9.2014]

### **Seedmatch (hovedside)**

<https://www.seedmatch.de/startups>  
[Siteret 20.11.2014]

Seedmatch I

<https://www.seedmatch.de/startups/oaklab>  
[Siteret 20.11.2014]

### **Seedrs (hovedside)**

Seedrs I

<https://www.seedrs.com/> [Siteret 26.9.2014]

<https://www.seedrs.com/faq/1-investors>

	[Siter 14.10.2014]
Seedrs II	<a href="https://www.seedrs.com/post_investment/14741#757">https://www.seedrs.com/post_investment/14741#757</a>
	2 [Siter 10.11.2014]
Seedrs III	<a href="https://www.seedrs.com/post_investment/8312#4102">https://www.seedrs.com/post_investment/8312#4102</a>
	[Siter 10.11.2014]
<b>Symbid</b>	<a href="https://www.symbid.nl/pages/invest">https://www.symbid.nl/pages/invest</a>
	[Siter 25.10.2014]
<b>Thincats</b>	<a href="https://thincats.com/Apps/WebObjects/thincats-pfp.woa/ra/Website/14624/14631/about-lending.html">https://thincats.com/Apps/WebObjects/thincats-pfp.woa/ra/Website/14624/14631/about-lending.html</a>
	[Siter 07.11.2014]
<b>Zopa (hovedside)</b>	<a href="https://www.zopa.com/">https://www.zopa.com/</a> [Siter 17.9.2014]