

*En analyse af markedet for børsnoteringer af SMV'er i Danmark*

---

*An analysis of the market for IPOs of SMEs in Denmark*

---

Kandidatafhandling på cand.merc.(jur.)  
d. 15 maj 2018

**Forfattere:**

Rebecca Melissa Lip (47336)

Marlene Louise Toft (61518)

**Vejledere:**

Peer Schaumburg-Müller

Caspar Rose

Antal tegn inkl. Summary og indholdsfortegnelse: 246.380 = 108,29 sider

## **Summary**

This thesis focus is to identify and investigate why danish SMEs don't use IPOs as a way to raise capital in Denmark, in the same order of magnitude, as its seen in Sweden. SMEs are known to be small companies who wants to grow, and an important element in growth is capital. Capital can enable the company to grow in terms of expansion of business, investments, and an increased amount of employees.

By analyzing the terms and rules that applies for the listing of companies in Denmark will it be possible to access whether the rules are designed in such a way that they enable an attractive stock market for the companies. The legal part of this thesis also examines the rules surrounding the danish tax law that may affect investors in relation to their desire to invest, which may have an impact on the companies, and their use of IPOs as capital acquisition.

This thesis also analyze the different economic factors, that can have a direct significance in relation to companies wanting to be listed. One of the factors that can be of importance to the companies is the investors, both the private and institutional investors. The advisors, including Certified Advisors, affiliated with the company are also important in terms of whether companies consider listing as attractive. The number of advisors, and their experience may also be an important factor.

In the third chapter the findings and conclusions from both the legal and economic parts are combined in an attempt to make recommendations and solutions that are thought to be able to change the problem of the lack of stock listings of SMEs and which can have a positive impact on the society in general.

Finally, it will be concluded why so few SMEs choose an IPO in Denmark and how a positive change can be created.

Summary	1
<b>1. Kapitel: Introduktion</b>	4
1.1 Indledning	4
1.2 Problemformulering	6
1.3 Afgrænsning	7
1.4 Formål, synsvinkel og struktur	8
1.5 Juridisk metode	9
1.6 Økonomisk - og integreret metode og teori	11
1.6.1 Risikovillighed og nytteteori	12
1.6.2 Principal-agent-teori	13
1.7 Begrebsafklaring	14
<b>2. Kapitel: Juridisk analyse</b>	15
2.1 Børsnotering	15
2.1.1 Generelle finansieringsformer	15
2.1.2 Formålet med en børsnotering	16
2.1.3 Markederne	18
2.2 Betingelser for børsnotering	19
2.2.1 Udstederreglerne	20
2.2.2 Prospektpligten	24
2.2.2.1 Prospektets indhold	25
2.2.3 Den nye Prospektforordning	30
2.2.3.1 EU-vækstmarkedet - og prospekter	36
2.3 Notering på en alternativ markedsplads	38
2.3.1 Krav til notering på First North og AktieTorget	40
2.4 Investorernes rammevilkår	46
2.4.1 Aktieavancebeskatning	47
2.4.2 Aktiesparekonto	50
2.5 Juridisk delkonklusion	55
<b>3. Kapitel: Økonomisk analyse</b>	57
3.1 Investeringer	57
3.2 Investors risikovillighed	60
3.2.1 Risikovillighed	60
3.3 Private investorer	62
3.3.1 Analysedækning	66

3.3.2 Likviditet	67
3.3.3 Mediedækning og medieomtale	69
3.3.3.1 Markedsføring	71
3.4 Institutionelle investorer	74
3.4.1 Pensionskasserne	74
3.4.2 Mangel på corner-stone investorer	77
3.5 Rådgivere	81
3.5.1 Antallet af rådgivere	82
3.5.2 Erfaringen hos rådgivere	85
3.5.3 Forholdet mellem rådgivere og virksomheder	87
3.5.3.1 Rådgivningsmodellen på First North og AktieTorget	87
3.6 Økonomisk delkonklusion	93
<b>4. Kapitel: Integreret analyse</b>	95
4.1 Processer for udarbejdelse af prospekter og virksomhedsbeskrivelser	95
4.2 Lavere beskatning og simplere skatteregler	98
4.3 Analysedækning af aktier og en øget mediedækning	99
4.4 Svenske rådgiveres erfaring på det danske marked	100
4.5 Aktivering af danske pensionskasser	102
4.6 En aktiekultur til gavn for børsmarkedet	103
<b>5. Kapitel: Konklusion</b>	105
Litteraturliste	107

# 1. Kapitel: Introduktion

## 1.1 Indledning

Børsnotering af SMV'er er et hot topic i Danmark, da især politikere og flere af markedsdeltagere de seneste år har fået øjnene op for, at børsnoteringer af SMV'er kan være en vækstskaber, både for SMV'erne selv, men også for det danske samfund.<sup>1</sup> En børsnotering giver virksomhederne mulighed for tilførsel af risikovillig kapital. En tilførsel af risikovillig kapital kan skabe værdi og vækst for virksomheder, da kapitalen bl.a. kan bruges til investeringer i nyt udstyr, udvikling af virksomheden og yderlig tilførsel af medarbejdere.<sup>2</sup>

SMV'er er kendetegnet ved at være virksomheder, der hurtigt har mulighed for at udnytte deres vækstpotentiale og kan på den måde være med til at bidrage til væksten og produktiviteten i det danske erhvervsliv. Af Nasdaq OMX Copenhagens rapport "Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst" fra 2014, fremgår det, at der i Sverige er foretaget en undersøgelse, hvoraf det fremgår, at den årlige jobskabelse i små børsnoterede virksomheder var på 36 procent i perioden 2006 til 2013, mens der i samme periode kun var 1,5 procent for jobskabelsen i de svenske privatejede virksomheder. En børsnotering gør således ikke kun virksomheden i stand til at vækste, men en børsnotering kan ligeledes skabe en værdi for samfundet.

Såfremt en virksomhed ikke har adgang til risikovillig kapital kan det have den konsekvens, at væksten i de danske virksomheder begrænses. En begrænset adgang til risikovillig kapital, og dermed en begrænset mulighed for vækst kan derfor resultere i, at virksomhederne i stedet søger til udlandet i søgen efter kapital til vækst, hvilket vil have en negativ effekt på samfundet, da udflytning af virksomheder vil resultere i, at Danmark blandt andet mister en del arbejdspladser.<sup>3</sup>

I Danmark er der kun blevet børsnoteret ganske få SMV'er siden First North, som særligt er tiltænkt SMV'er, blev introduceret i 2005. Vendes blikket til gengæld mod nabolandet Sverige er billedet ikke helt det samme. Fra år 2014-2016 blev der i Sverige børsnoteret 35 gange så mange mindre virksomheder som i Danmark i den samme periode. Et tal der vel og mærke er blevet reguleret efter

---

<sup>1</sup> "Børsnotering - mere end blot kapitalfremskaffelse" Kromann Reumert marts 2017

<sup>2</sup> "Småt er godt: Derfor skal der risikovillig kapital til SMV'erne, Berlingske Business d. 26-11-2017

<sup>3</sup> Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital, Axcelfuture april 2016

den forskel der er i størrelsen på de to landes økonomier.<sup>4</sup> Det lave antal af danske børsnoteret SMV'er har derfor været et særligt samtaleemne og fokuspunkt de seneste år. Det ses blandt andet med baggrund i en analyse af det svenske aktiemarked, som har vist, at det svenske marked for SMV'er siden 2001 har givet et gennemsnitligt årligt afkast på hele 17 procent, imod et 9 procent årligt afkast på hele det svenske aktiemarked,<sup>5</sup> hvilket tydeligt illustrerer vigtigheden af at få gang i det danske marked for børsnoteringer af SMV'er.

Børsnotering af SMV'er har ligeledes været i fokus, da kapitalfremskaffelse gennem et banklån generelt kan være vanskeligt for SMV'er, da denne type af virksomhed ofte ikke leverer et større overskud de første par år. Kapitalfremskaffelse gennem en børsnotering kan derfor være et godt alternativt for SMV'er. I Danmark, modsat Sverige, ses det, som nævnt ikke særlig ofte, at SMV'er benytter sig af muligheden for at blive børsnoteret, når en virksomhed ønsker at vækste.

Der har dog de senere år været en del danske SMV'er, der har benyttet sig af muligheden for en sådan børsnotering i Sverige<sup>6</sup>, hvilket giver anledning til at se på, hvordan markedet for børsnoteringer i Danmark er indrettet, og hvorledes der i markedet kan findes en forklaring på, hvorfor der er mangel på børsnoteringer af SMV'er i Danmark, da sådanne børsnoteringer er til gavn for både virksomhederne, investorerne og samfundet generelt.<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> Regeringens erhvervs- og iværksætterudspil - sammen om fremtidens virksomheder, september 2017

<sup>5</sup> Mere risikovillig kapital til danske vækstvirksomheder - Finans/Invest, oktober 2016

<sup>6</sup> Svensk børsrådgiver om børsmarked: I har et problem, Danmark - FinansWatch d. 18-04-2017

<sup>7</sup> Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital - AxcelFuture, april 2016

## 1.2 Problemformulering

Problemformuleringen består af et overordnet spørgsmål, som søges besvaret ved hjælp af tre underspørgsmål, henholdsvis et juridisk, økonomisk og et integreret spørgsmål. Underspørgsmålene vil danne rammen for analyserne i det juridisk, økonomisk og integreret kapitel.

- **Hvad er årsagen til det lave antal børsnoteringer af SMV'er i Danmark og hvilke faktorer kan være medvirkende til en positiv ændring i antallet af børsnoteringer i Danmark?**

Juridisk:

- Hvilke rammevilkår er virksomheder underlagt i processen for børsnoteringer, og i hvilken grad muliggør gældende ret et attraktiv børsmarked for SMV'er i Danmark, som det f.eks. ses Sverige?

Økonomisk:

- Hvilke økonomiske faktorer kan være årsag til de manglende børsnoteringer af SMV'er i Danmark?

Integreret:

- Hvilke tiltag kan medvirke til bedre vilkår for børsnotering af SMV'er, samt påvirke den danske aktiekultur?

### 1.3 Afgrænsning

Denne afhandling omhandler SMV'er og børsnoteringen af disse, og beskæftiger sig således ikke med børsnotering af de større virksomheder, i large-cap segmentet, på Nasdaq OMX Copenhagen, Fondsbørsen. Afhandlingen indeholder ikke en undersøgelse af, hvorfor danske virksomheder bliver børsnoteret i Sverige, men derimod en undersøgelse af, hvorfor SMV'er ikke børsnoteres i Danmark.

Der tages i denne afhandling ikke hensyn til de forpligtelser, som en børsnoteret virksomhed er underlagt når denne først er blevet børsnoteret, da afhandlingen udelukkende beskæftiger sig med den regulering og de faktorer, der er gældende, og som har betydning forud for en børsnotering.

Ydermere vil afhandlingen ikke foretage en komparativ analyse af dansk og svensk ret, men kun anvende Sveriges aktiekultur og skatteregler til sammenligninger og inspiration. Afhandlingen behandler ikke andre nordiske eller europæiske lande til sammenligning.

Afhandlingen beskæftiger sig ikke med markedet for obligationer og andre finansielle instrumenter end aktier, og således behandler således kun udstedelsen af aktier i forbindelse med en børsnotering.

MiFID II og Kapitalmarkedslovens *organiseret handelsfacilitet*, såkaldte OHF'er, behandles ikke, da disse kun må benyttes til handel med obligationer, strukturerede finansielle produkter, emissionskvoter og derivater jf. Kapitalmarkedslovens § 97, og findes derfor ikke relevant i forhold til afhandlingens fokus.

Slutteligt søger afhandlingen ikke at vurdere, hvilken finansieringsform, der vil være bedst egnet for SMV'er. Afhandlingen tager derfor ikke stilling til, hvorvidt en anden finansieringsmulighed end en børsnotering vil et bedre alternativ for de enkelte virksomheder.



#### **1.4 Formål, synsvinkel og struktur**

Formålet med afhandlingen er at undersøge, analysere og prøve at finde en forklaring på, hvorfor der er en mangel på børsnoteringer af SMV'er i Danmark. Ved at søge en forklaring på dette laves der en analyse heraf. Når analysen er foretaget, er det ligeledes afhandlingens fokus at forsøge at komme med løsningsforslag og anbefalinger til, hvad der kan ændres, så der i fremtiden vil blive set flere SMV'er på det danske børsmarked.

Afhandlingen ønsker at undersøge, hvorfor der er et lavt antal af SMV'er, der ikke bliver børsnoteret i Danmark, hvorfor afhandlingen anskuer problematikken fra virksomhedernes synsvinkel, i et samfundsperspektiv.

Kapitel 1 er afhandlingens introduktion og metodeafsnit, hvor afhandlingen præsenteres og rammerne for afhandlingen fastsættes.

Den juridiske analyse foretages i kapitel 2, hvis formål er at analysere de rammevilkår, der er gældende ved en børsnotering samt anden lovgivning, som vurderes at kunne være relevant i forhold til SMV'ers manglende børsnoteringer i Danmark, for at undersøge, hvorvidt reglerne er egnede til at skabe et attraktivt marked for børsnotering af SMV'er, eller om reglerne kan være en af årsagerne til det lave antal af børsnoteringer af SMV'er, der ses i Danmark.

I afhandlingens kapitel 3 udarbejdes den økonomiske analyse, hvori en del af markedet og aktørerne analyseres, for at kunne identificere, hvilke økonomiske faktorer, i markedet for børsnoteringer i Danmark, der kan være årsag til, at SMV'er ikke, i så stor grad, benytter sig af muligheden for børsnotering.

I kapitel 4 foretages en integreret analyse, hvis formål er at forene resultaterne fra den juridiske og økonomiske analyse, og på baggrund af disse at komme med løsningsforslag og anbefalinger til, hvad der menes at kunne bidrage til en positiv ændring af antallet af børsnoteringer af SMV'er, og hvad der bør ændres i Danmark, for at sætte gang i markedet for børsnotering af SMV'er.

## 1.5 Juridisk metode

For at kunne udlede, hvilke rammevilkår, der gælder for virksomheder i en proces for børsnotering, og hvorvidt disse og andre retsregler muliggør et attraktivt børsmarked i Danmark, er det i den juridiske analyse formålet at udlede gældende ret.<sup>8</sup>

Retsdogmatikken indgår som retsvidenskab i retsrealismen og danner dermed baggrund for den juridiske metode, som vil blive anvendt i projektet.<sup>9</sup> Der findes kun én metode til at løse forskellige juridiske problemstillinger, den retsdogmatiske metode, hvorfor denne metode vil finde anvendelse i afhandlingen. Formålet med den retsdogmatiske metode er, at udlede gældende ret - de lege lata,<sup>10</sup> også kaldet retsfølgen. Afhandlingens analyse laves ud fra denne retsdogmatiske metode, hvor de relevante retskilde analyseres for derefter at udlede gældende ret.<sup>11</sup>

De juridiske retskilder kan opdeles i fire grupper – regulering, retspraksis, retssædvaner og forholdets natur.<sup>12</sup> I denne afhandling anvendes dog kun regulering som retskilde, da det kun er denne retskilde, der er relevant for problemformuleringen, hvorfor de øvrige retskilder ikke vil blive behandlet yderligere. Afhandlingen vil tage udgangspunkt i gældende ret for børsområdet, som beskrives nedenfor. Der anvendes således både nationale og EU-retlige retskilder.

Den EU-retlige regulering er opdelt efter primære og sekundære retskilder.<sup>13</sup> De primære retskilder består af traktaterne, grundlæggende rettigheder og retsprincipper. I afhandlingen anvendes de primære retskilder ikke yderligere. De sekundære retskilder omfatter forordninger, som har direkte virkning i medlemsstaterne,<sup>14</sup> og direktiver,<sup>15</sup> som skal implementeres i national lovgivning.<sup>16</sup>

Til fortolkning af de sekundære retskilder anvendes fortolkningslæren som retningslinje for, hvordan gældende ret udledes. I forhold til retskilder fra EU anvendes der objektiv formålsfortolkning, hvilket betyder at formålsbestemmelserne, som findes i præamblerne eller i en indledende artikel, anvendes

---

<sup>8</sup> Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth - retskilder og retsteorier (2014) s. 44

<sup>9</sup> Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth - retskilder og retsteorier (2014) s. 319

<sup>10</sup> En angivelse af at der alene sigtes mod en korrekt beskrivelse af gældende ret

<sup>11</sup> Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth - retskilder og retsteorier (2014) s. 44

<sup>12</sup> Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth - retskilder og retsteorier (2014) s. 35

<sup>13</sup> Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth - retskilder og retsteorier (2014) s. 135

<sup>14</sup> Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth - retskilder og retsteorier (2014) s. 141

<sup>15</sup> Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth - retskilder og retsteorier (2014) s. 142

<sup>16</sup> Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth - retskilder og retsteorier (2014) s. 135

til fortolkning af en eller flere bestemmelser.<sup>17</sup> Fortolkningsmetoden er relevant i national ret, når national ret bygger på regulering fra EU, som er tilfældet ved de danske prospektregler.<sup>18</sup>

Følgende regulering vil blive anvendt i afhandlingen:

- Prospektforordningen - *Kommissionens delegerede forordning (EU) Nr. 486/2012 af 30. marts 2012 om ændring af forordning (EF) nr. 809/2004 for så vidt angår format og indhold af prospektet, basisprospektet, resuméet, og de endelige vilkår samt for så vidt angår oplysningskravene.*
- Den nye Prospektforordning, som i afhandlingen går under betegnelsen Prospektforordningen II - *Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 af 14. juni 2017 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked.* Den nye prospektforordningen finder dog først anvendelse fra juli 2019, og erstatter således både Prospektforordningen og Prospektdirektivet.
- Prospektdirektivet - *Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel.* Direktivet er implementeret i Kapitalmarkedsloven.
- MiFID II - *Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter.*
- Kapitalmarkedsloven - *Lov om kapitalmarkeder. Lov nr. 650 af 08/06/2017.* Loven er en implementering af blandt andet MiFID II og Prospektdirektivet.
- Prospektbekendtgørelsen - *Bekendtgørelse om prospekter. BEK nr. 1176 af 31/10/2017.* Bekendtgørelsen udstedt med hjemmel i Kapitalmarkedslovens § 12 stk. 2, og bidrager til et overblik af krav til prospekters formalia.
- Aktieavancebeskatningsloven - *Lov om den skattemæssige behandling af gevinster og tab ved afståelse af aktier m.v. LBK nr. 1148 af 29/08/2016.*
- Indkomstskattelag (1999:1229) som er den svenske skattelov.

---

<sup>17</sup> Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth - retskilder og retsteorier (2014) s. 60

<sup>18</sup> Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth - retskilder og retsteorier (2014) s. 60

Ydermere vil der blive anvendt regelsæt, der er udstedt med hjemmel i lovgivningen, herunder: Nasdaq OMX Copenhagen - regler for udstedere af aktier, First North - Nordic Rulebook og AktieTorgets - Noteringsprocess og Noteringsaftale. Nasdaq OMX Copenhagens Udstederregler har hjemmel i Kapitalmarkedsloven § 75, hvor Kapitalmarkedslovens § 75 stiller krav til, at en operatør af et reguleret marked, skal have klare regler for optagelse af finansielle instrumenter. Regelsættet bidrager således til overholdelse af loven. En tilsvarende hjemmel til First North og AktieTorget findes i Kapitalmarkedslovens § 89.

I forhold til disse regelsæt, som undersøges og behandles i forhold til notering af aktier på Nasdaq OMX Copenhagen, First North, og AktieTorget er der tale om regler, som ikke er bindende regulering.<sup>19</sup> Disse retningslinjer beror derimod på kontrakt- og aftaleretlige vilkår<sup>20</sup>, og gælder således inter partes mellem de kontraherende parter, herunder Nasdaq OMX Copenhagen/AktieTorget og virksomheden.

## **1.6 Økonomisk - og integreret metode og teori**

I den økonomiske analyse anvendes den deduktive metode, hvor konklusioner udledes på baggrund af eksisterende økonomisk teori.<sup>21</sup> Denne metode anvendes, da denne afhandling ikke søger at udvikle nye teorier, men derimod søger at forklare eksisterende tilstande i markedet samt aktørernes adfærd, på baggrund af allerede udviklede økonomiske teorier. Når tilstanden i markedet og aktørernes adfærd kan udledes gennem analysen, vil det også være muligt at forsøge at ændre disse, da økonomisk teori kan bidrage til at forudse, hvad en ændring i retsregler eller markedet generelt vil have af påvirkning på både aktørerne og markedet.

I den integrerede analyse vil der anvendes en retspolitisk tilgang, hvor konklusionerne fra juraen og økonomien integreres bruges til at give forslag til, hvordan reglerne på børsmarkederne bør være.<sup>22</sup> Dette gøres ved at fremsættes forslag og anbefalinger til ændringer af forskellige faktorer, der menes at have en betydning i forhold til løsningen af det overordnede problem.<sup>23</sup> Løsningsforslagene vil bygge på blandt andet konstatering af aktørernes adfærd, på baggrund af observationer, og

---

<sup>19</sup> Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth - retskilder og retsteorier (2014) s. 69

<sup>20</sup> Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik - Børs - og kapitalmarkedsret (2012) s. 80

<sup>21</sup> Andersen, Ib - Den skinbarlige virkelighed (2005) s. 32

<sup>22</sup> Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth - retskilder og retsteorier (2014) s. 437

<sup>23</sup> Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth - retskilder og retsteorier (2014) s. 497

økonomisk teori, og således en forudsætning om, at en given ændring vil påvirke de forskellige aktører, samt inspiration fra lignende mere succesfulde markeder, som f.eks. Sverige.

Løsningsforslagene omfatter både direkte forslag til ændring af gældende ret<sup>24</sup>, men ligeledes forslag til ændring af aktørernes adfærd, på baggrund af deres forventede reaktion, som menes at kunne være med til at ændre den danske aktiekultur.

### 1.6.1 Risikovillighed og nytteteori

For at forstå, hvordan investorerne agerer som de gør, vil der anvendes teori om risikovillighed og nytte. Der tages udgangspunkt i en investor, som enten er risikoneutral eller risikoavers.

Den risikoneutral investorer eneste ønske er, at maksimere sit forventede payoff, og ser derfor ikke på, hvor stor risikoen er.<sup>25</sup>

Den risikoaverse investor vil derimod have en økonomisk kompensation for at påtage sig en risiko. Det antages at en normal investor vil som udgangspunkt altid være risikoavers, hvorfor en investor der står over for to investeringer med samme forventede payoff, vælger den investering med den laveste risiko, eller ved to investeringer med samme risiko, vælger den investering, der har det højeste forventede payoff.<sup>26</sup>

Investors lyst til at investere kan forklares ved brug af teorien om forventet nytte<sup>27</sup> som her kan omsættes til forventet payoff. Investors beslutning om at foretage en investering eller ej, er baseret på en beregning af investors forventede nytte. Teorien om forventet nytte kan således bidrage til at forklare investors manglende efterspørgsel på SMV'ers aktier, hvor den forventede nytte ofte ikke er høj nok til, at investor ønsker at foretage investeringen.

---

<sup>24</sup> Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth - retskilder og retsteorier (2014) s. 497

<sup>25</sup> Knudsen, Christian - Økonomisk metodologi bind 2 (1997) s. 170

<sup>26</sup> Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth - retskilder og retsteorier (2014) s. 487

<sup>27</sup> Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth - retskilder og retsteorier (2014) s. 487

## 1.6.2 Principal-agent-teori

Principal-agent-teorien<sup>28</sup> omhandler fordelingen af ansvar eller opgaver mellem principal og agent. En principal er den part, som skal have noget udført, som principalen ikke selv kan eller vil gøre.<sup>29</sup>

Principalen ønsker derfor at ansætte en agent til at udførelsen af arbejdet for principalen. Principalen vil i stedet bære risikoen for agentens arbejde. Problematikken i forholdet mellem principalen og agenten er den asymmetriske information der opstår mellem parterne. Agenten har fokus på egne interesser, som muligvis ikke er sammenfaldende med principalens, som principalen kan have svært ved at kontrollere.<sup>30</sup>

I dette eksempel vil det være Certified Advisor, eller intern rådgiver hos AktieTorget, som driver børsnoteringsprocessen, og rådgiver virksomheden, og som derfor optræder som agent. Det er virksomheden som bærer den økonomiske risiko ved dette stykke arbejde og om dette gøres korrekt, hvorfor virksomheden er principalen.

En del af den asymmetriske information som forekommer i principal-agent-forholdet betegnes som adverse selection. Adverse selection er definitionen på den informationsproblematik, som foreligger før en aftale indgås.<sup>31</sup> I eksemplet med Certified Adviser, vil der opstå adverse selection i den proces, hvor virksomheden skal vælge en Certified Advisor.<sup>32</sup>

Den anden informationsproblematik, som forekommer i principal-agent-forholdet er moral hazard.<sup>33</sup> Moral hazard er den skjulte information, som forekommer efter at aftalen er indgået. I eksemplet med Certified Advisor har virksomheden efter at have indgået en aftale med den valgte Certified Advisor ikke adgang til information omkring den Certified Advisors adfærd.<sup>34</sup>

---

<sup>28</sup> Knudsen, Christian - Økonomisk metodologi bind 2 (1997) s. 164

<sup>29</sup> Knudsen, Christian - Økonomisk metodologi bind 2 (1997) s. 164

<sup>30</sup> Knudsen, Christian - Økonomisk metodologi bind 2 (1997) s. 165

<sup>31</sup> Knudsen, Christian - Økonomisk metodologi bind 2 (1997) s. 165

<sup>32</sup> Knudsen, Christian - Økonomisk metodologi bind 2 (1997) s. 165

<sup>33</sup> Knudsen, Christian - Økonomisk metodologi bind 2 (1997) s. 165

<sup>34</sup> Knudsen, Christian - Økonomisk metodologi bind 2 (1997) s. 167

## 1.7 Begrebsafklaring

I det følgende afsnit vil der gives en beskrivelse af, hvordan begreber forstås i relation til afhandlingens omfang og hvordan disse anvendes i denne sammenhæng.

Udtrykket *SMV'er* vil løbende blive anvendt i denne afhandling og er en forkortelse, og et samlet begreb for mikro, - små - og mellemstore virksomheder. SMV'er er defineret i Kommissionens henstilling af 6. maj 2003 om definitionen af mikrovirksomheder, små og mellemstore virksomheder artikel 2 i bilaget. Definitionen lyder som følgende: *Kategorien mikrovirksomheder, små og mellemstore virksomheder (SMV'er) omfatter virksomheder, som beskæftiger under 250 personer, og som har en årlig omsætning på ikke over 50 mio. euro eller en årlig balance på ikke over 43 mio. euro.*

Derudover vil begrebet vækstvirksomhed også være underlagt begrebet SMV'er i denne afhandling.

Når begrebet *børsnotering af en virksomhed* anvendes, er der både tale om begrebet, *optagelse til handel* og *officiel notering*. I dag ses det at officiel notering er nærmere historisk end praksis betydning, hvorfor det ses at disse to begreber vil blive brugt i flæng ved anvendelsen af begrebet *børsnotering af en virksomhed*.<sup>35</sup> Ydermere betyder dette også at når der i afhandlingen anvendes begrebet *optagelse til handel* vil det dermed også omfatte *officiel notering*.

Private investorer er i denne afhandling et begreb, der både dækker over private personer, som reelt foretager investeringer i aktier optaget til handel, men ligeledes personer som har muligheden for at blive investorer, såkaldte potentielle investorer. Begrebet private investorer bruges derfor som en samlet betegnelse for de både reelle og de potentielle private investorer.

---

<sup>35</sup> Schmidt, Mikael Philip - Propektretten (2016) s. 138

## **2. Kapitel: Juridisk analyse**

I den juridiske analyse vil gældende retsregler ved processen for en børsnotering blive undersøgt. Indledningsvist vil der blive undersøgt, hvilke overordnede regler, der gælder ved en børsnotering i Danmark samt de underliggende prospektkrav. Dernæst vil reglerne for børsnotering på en alternativ markedsplads, herunder First North og Aktietorget, blive behandlet.

Når rammevilkårene for virksomhedernes børsnotering er undersøgt og fastlagt, vil der blive set på andre gældende retsregler, som kan have en betydning for virksomhederne ved en børsnotering. Disse regler undersøges, da de kan have indflydelse på investorenes incitament til at investere i børsnoterede virksomheder, som har direkte indflydelse på, hvorvidt virksomhederne finder det attraktivt at lade sig børsnotere på det danske børsmarked.

### **2.1 Børsnotering**

#### **2.1.1 Generelle finansieringsformer**

Virksomheder har brug for likviditet for at kunne opretholde deres forretning. Denne likviditet skal blandt andet bruges til virksomhedens løbende drift eksempelvis i form af aflønning af medarbejdere og betaling af leverandører. Virksomheder har ligeledes brug for at kunne investere i nyt udstyr, udvide virksomheden osv. for at kunne vækste virksomheden.<sup>36</sup>

Kapital til blandt andet nye investeringer kan finansieres ved virksomhedens optjente overskud. Optjent overskud er en langsommelig måde at fremskaffe kapital på, og næsten en umulig måde for mindre nystartede virksomheder, som bruger størstedelen af deres indtjening på løbende udgifter, og derfor sjældent vil opleve et større overskud de første mange år af deres levetid.<sup>37</sup>

Det er derfor relevant at se på, hvordan en virksomhed kan finansiere fremtidige investeringer, eller sagt på en anden måde, hvordan en virksomhed kan fremskaffe kapital.

En virksomhed kan vælge at finansiere sig på to forskellige måder enten i form af egenfinansiering eller ved fremmedfinansiering.

Når en virksomhed vælger egenfinansiering, sker finansieringen ved, at virksomheden får en tilførsel af egenkapital, oftest i form af udstedelse af nye kapitalandele ved en forhøjelsen af

---

<sup>36</sup> Kure, Henrik - Finansieringsret (2015) s. 19

<sup>37</sup> Kure, Henrik - Finansieringsret (2015) s. 20



selskabskapitalen.<sup>38</sup> Ved egenfinansiering skal kapitalen ikke betales tilbage til investorerne, men da investorerne bliver medejer af virksomheden, kan de til gengæld opnå et udbytte i tilfælde af overskud i virksomheden.

Vælger en virksomhed derimod fremmedfinansiering som finansieringsform, sker finansieringen ved tilførsel af fremmedkapital, oftest i form af lån til virksomheden, enten banklån eller udstedelse af erhvervsobligationer. Nystartede virksomheder vil ofte have en begrænset adgang til fremmedfinansiering i form af banklån, da virksomheden ikke har nok likviditet til tilbagebetaling,<sup>39</sup> hvorfor fremmedfinansiering og fremmedkapital ikke behandles nærmere.

SMV'er ses ofte at være unge virksomheder, der ikke har eksisteret i mange år, og ses derfor oftere finansieret ved egenfinansiering.<sup>40</sup> Ved egenfinansiering kan der fremskaffes kapital ved udstedelse af nye kapitalandele til eksisterende ejere ved ejerfinansiering, eller virksomheden kan søge finansiering fra nye ejere, f.eks. ved markedsfinansiering.<sup>41</sup>

Fremskaffelse af egenkapital ved markedsfinansiering opnås ved en udstedelse af aktier i virksomheden, som optages til handel på et reguleret marked, hvorefter aktierne frit kan handles mellem investorerne.<sup>42</sup> Denne form for kapitalfremskaffelse kaldes en børsnotering.

### **2.1.2 Formålet med en børsnotering**

En børsnotering er, når en virksomheds aktier bliver optaget til handel. Ofte ses det i forbindelse med en børsnotering, at virksomheden udsteder nye aktier, og således udbyder sine aktier til offentligheden og dermed får tilført ny kapital.<sup>43</sup> At virksomhedens aktier optages til handel og at virksomheden udbyder sine aktier til offentligheden er således to forskellige ting.

Børsnoteringer, hvor aktierne optages til handel, uden at der fremskaffes ny kapital, ses ofte i situationer, hvor en kapitalfond ønsker at exite en virksomhed. I forhold til børsnotering af SMV'er vil dette ofte indebære en kapitalfremskaffelse, altså udbud af aktier til offentligheden, og udstedelse af nye aktier, da børsnoteringen ofte har til formål at vækste virksomheden med ny kapital.

---

<sup>38</sup> Kure, Henrik - Finansieringsret (2015) s. 69

<sup>39</sup> Kure, Henrik - Finansieringsret (2015) s. 69

<sup>40</sup> Kure, Henrik - Finansieringsret (2015) s. 70

<sup>41</sup> Kure, Henrik - Finansieringsret (2015) s. 72

<sup>42</sup> Kure, Henrik - Finansieringsret (2015) s. 104

<sup>43</sup> Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik - Børs - og kapitalmarkedsret (2012) s. 249

Motiverne for en børsnotering kan være forskellig fra virksomhed til virksomhed. En af de overordnede fordele ved en børsnotering er, som nævnt tidligere, at virksomheden let kan få tilført kapital ved udstedelse nye aktier, og at aktierne bliver frit omsættelige og dermed bliver likvide aktier, da aktierne hurtigt kan sælges igen.<sup>44</sup>

Det har ligeledes den betydning at de oprindelige ejere, de såkaldte hovedaktionærer, kan exit virksomheden ved at sælge deres aktier, og få deres investering tilbage, uden at virksomheden lider nød af dette.

En børsnotering kræver, at virksomheden har orden i aktiviteter og processer, hvilket betyder at virksomheden står overfor en omfattende oprydningsproces, hvor alt fra virksomhedsdrift, strategi, regnskaber, risikostyring osv. skal gennemgås og tilrettes forud for en børsnotering. Dette er en omkostningstung opgave, men samtidig en opgave, som kan være gavnlig for virksomheden.<sup>45</sup>

*“Det er en proces som denne, blot lidt mere struktureret, gennemtænkt og tidsmæssigt planlagt, som virksomheden selv burde gennemgå - nogen siger hver dag - mindst en gang om året. Pointen er, at virksomheden gennemgår og opdaterer sin dokumentation løbende - så der til enhver tid er “orden i penallhuset””.*<sup>46</sup>

En børsnoteret virksomhed vil i højere grad også være i mediernes søgelys pga. selve børsnoteringen, hvilket kan være en fordel for virksomheden, såfremt virksomheden klarer sig godt.<sup>47</sup> Omtale af virksomheden kan ligeledes betyde flere investorer, der har et ønske om at investere i virksomheden.

En børsnotering indikerer også en vis form for seriøsitet og professionalisme, i forhold til de mange krav virksomheden skal leve op til, både før børsnoteringen og så længe virksomheden er børsnoteret.<sup>48</sup>

En ejer af en mindre dansk virksomhed som ønskede at vækste i udlandet, har udtalt at han blev mødt med en vis skepsis, og ikke blev taget særlig seriøst, da han fortalte at han var ejerleder af virksomheden. Et stykke tid efter var virksomheden blevet børsnoteret, og på en lignende konference, blev ejeren nu mødt af en masse interesserede ansigter, da han fortalte at hans virksomhed var

---

<sup>44</sup> Kure, Henrik - Finansieringsret (2015) s. 104

<sup>45</sup> Børsnotering i Danmark, DLA Piper, (2017) s. 20

<sup>46</sup> Børsnotering i Danmark, DLA Piper, (2017) s. 20

<sup>47</sup> Sevenius, R & Örtengren, T. - Börsrätt (2017) s.121

<sup>48</sup> Kure, Henrik - Finansieringsret (2015) s. 105

børsnoteret.<sup>49</sup> Således kan en børsnotering være en værdiskabelse for virksomheden, som ikke har noget med selve kapitalfremskaffelsen at gøre.

Børsnoteringer ses både af større virksomheder med en del år på bagen, som noteres på Fondsbørsen, og af de såkaldte SMV'er, som ofte lader sig børsnotere med ønsket om at vækste. Med en børsnotering af en SMV'er, som oftest er en virksomhed, der er innovativ og idérig, og som har forholdsvis begrænset historisk levetid og få aktiver, der kan pantsættes som finansieringsgrundlag, vil en børsnotering være en betydelig vækstskaber for SMV'er.<sup>50</sup>

### 2.1.3 Markederne

Der findes en række forskellige markeder i Danmark, hvor en virksomheds aktier kan optages til handel. Der findes de regulerede markeder og autoriserede markedspladser, de multilaterale handelsfaciliteter, som dækker over de alternative markedspladser, og til sidst de organiserede handelsfaciliteter som beskrevet i MiFID II.<sup>51</sup> I denne afhandling tages der kun udgangspunkt i de regulerede markeder og multilaterale handelsfaciliteter, da det i forhold til børsnotering af SMV'er, og fra et prospektretligt perspektiv er de regulerede markeder og de alternative markedspladser, der er vigtigst, hvorfor organiserede handelsfaciliteter ikke vil blive behandlet yderligere.

Traditionelt set børsnoteres en virksomhed på fondsbørsen, som er et reguleret marked jf. Kapitalmarkedslovens § 3 stk. 1 nr. 2. I Danmark er fondsbørsen Nasdaq OMX Copenhagen.<sup>52</sup> Virksomheder kan ligeledes vælge at lade sig børsnotere på en alternativ markedsplads, en multilateral handelsfacilitet.<sup>53</sup> Nasdaq driver en sådan alternativ markedsplads kaldet First North, som på nuværende tidspunkt er den eneste alternative markedsplads i Danmark. På hvilket marked virksomhederne lader sig børsnotere afhænger ofte af størrelsen og alderen på virksomheden, da der er forskellige betingelser for optagelse på et reguleret marked og en alternativ markedsplads.

---

<sup>49</sup> Dansk Erhvervs konference "Vejen til børsmarkedet" d. 22-01-2018

<sup>50</sup> Flere noteringer til gavn for Danmarks velstand og velfærd, Frigast, C. - Axcelfuture, april 2016

<sup>51</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 50

<sup>52</sup> Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik - Børs - og kapitalmarkedsret (2012) s. 115

<sup>53</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 56

Nasdaq introducerede First North i Danmark i 2005. First North blev udviklet med henblik på at give især SMV'er en mulighed for at blive børsnoteret, på en markedsplads som er designet specielt til SMV'er.<sup>54</sup>

## 2.2 Betingelser for børsnotering

Formålet med at skitsere betingelserne ved en børsnotering op, er for at illustrere omfanget af kravene til en børsnotering for virksomhederne, der ønsker at notere sig på Fondsbørsen. Derudover er formålet med dette afsnit også at kunne sammenligne betingelserne på Fondsbørsen med First Norths betingelser for notering for at vurdere, hvorvidt kravene på Fondsbørsen er mere omfattende end på First North.

Når en SMV'er, eller en hvilken som helst anden størrelse virksomhed, beslutter sig for at blive børsnoteret, er der en række betingelser, der skal være opfyldt, før dette kan blive en realitet.

De danske overordnede optagelsesbetingelser har til formål at klarlægge de nærmere betingelser for optagelse af værdipapirer til notering på et reguleret marked.

Efter Kapitalmarkedslovens § 75 skal en operatør af et reguleret marked, som i Danmark er Nasdaq OMX Copenhagen, have klare regler for optagelse af finansielle instrumenter til handel på et reguleret marked. Formålet med denne bestemmelse er at sikre, at de finansielle instrumenter bliver optaget til handel på en redelig, velordnet og effektiv måde. Denne bestemmelse angiver dermed nogle klare retningslinjer og grundlæggende krav til en operatørs egne regler. Det er operatøren af det regulerede markeds opgave at sikre, at der er udstedt klare regler for, at de finansielle instrumenter, der er optaget til handel, kan handles på en redelig, ordentlig og effektiv måde.<sup>55</sup>

Ydermere er det operatørens opgave at sikre, at disse regler bliver overholdt, men det er samtidig operatørens opgave at tilse, at der foreligger et godkendt, offentliggjort og gyldigt prospekt før der sker optagelse af værdipapirer til handel, jf. Kapitalmarkedslovens § 76.

Det betyder, at betingelserne for optagelse til handel på markedet udelukkende beror på de regler, som operatøren selv har fastlagt og som der er hjemlet til i lovgivningen.<sup>56</sup>

---

<sup>54</sup> Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik - Børs - og kapitalmarkedsret (2012) s. 292

<sup>55</sup> Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik - Børs - og kapitalmarkedsret (2012) s. 262

<sup>56</sup> Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik - Børs - og kapitalmarkedsret (2012) s. 262

### 2.2.1 Udstederreglerne

Nasdaq OMX Copenhagen har fastsat de ovenstående omtalte operatørregler for optagelse på Børsen i deres regelsæt for udstedere: *Regler for udstedere af aktier, Udstederreglerne*.<sup>57</sup> Ifølge Nasdaq OMX Copenhagens Udstederregler er der en række noteringsbetingelser, der gælder for en udsteder, en virksomhed, ved ønsket om at få sine aktier optaget til handel og som skal være opfyldt før dette kan blive en realitet.

Udstederreglernes pkt. 2.2 giver en indledende forståelse hos virksomheden om, hvilke krav der gælder i forhold til processen for optagelse til handel. Heri skal virksomheden både have udarbejdet et prospekt i overensstemmelse med afsnit 2.2.2.1 herom og en informationspolitik. Virksomheden skal acceptere og underskrive de generelle vilkår for optagelse til handel på børsen, og eventuelt anmode om initiering af processen for optagelse til handel, hvilket er en slags anmodning som skal indeholde forskellige informationer om virksomheden.<sup>58</sup> Virksomheden skal yderligere indgive en formel ansøgning om optagelse til handel og sluttelig en betaling til Børsen.

Udstederreglernes pkt. 2.3 opstiller generelle betingelser for optagelse til handel, som indebærer specifikke krav til virksomheden. Disse generelle betingelser indeholder både kravet om, at virksomheden skal være gyldigt stiftet efter dennes nationale lovgivning, og et krav om gyldighed af virksomhedens aktier, hvilket betyder at de skal være udstedt i overensstemmelse med gældende regler, de skal være frit omsættelige og hele aktieklassen skal optages til handel. At hele aktieklassen skal optages til handel betyder, at såfremt virksomheden har opdelt aktiekapitalen i flere klasser, så er det samlede klasser der skal optages til handel, og således ikke kun dele af en aktieklasse.<sup>59</sup>

Derudover skal der være offentliggjort årsrapporter for virksomheden i minimum tre år. Denne bestemmelse indebærer, at der stilles krav til virksomhedens driftsmæssige historik, hvilket skyldes, at det skal være muligt for diverse investorer og børsen at kunne gennemskue virksomhedens udvikling.<sup>60</sup> Således har bestemmelsen karakter af en beskyttelsesregel, hvis formål er at beskytte investorerne.<sup>61</sup>

---

<sup>57</sup> Nasdaq - Regler for udstedere af aktier af 03-01-2018

<sup>58</sup> Nasdaq - Regler for udstedere af aktier af 03-01-2018 afsnit 2.2.5

<sup>59</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 139

<sup>60</sup> Nasdaq - Regler for udstedere af aktier af 03-01-2018 pkt. 2.3.5.2

<sup>61</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 140

Der stilles ligeledes krav til, at virksomheden skal kunne dokumentere indtjeningsevne på koncernniveau. Dette betyder, at virksomheden skal kunne påvise at have genereret et overskud i det seneste regnskabsår. Såfremt virksomheden ikke kan påvise et overskud det seneste år, ligger der et strengere krav til dennes prospekt og ansøgningen.

Virksomheden Happy Helper A/S der blev børsnoteret på First North 26. April 2018, har kun offentliggjort 2 årsrapporter<sup>62</sup> og vil derfor ikke kunne være blevet noteret på fondsbørsen, da virksomheden ikke vil kunne have opfyldt betingelsen om minimum tre års offentliggjorte årsrapporter. En vækstvirksomhed, som Happy Helper A/S's mulighed for at blive noteret på fondsbørsen, vil i forhold til denne betingelse derfor være udelukket.

Et yderligere krav under de generelle betingelser i Udstederreglerne er kravet om likviditet, hvilket betyder at der skal foreligge tilstrækkeligt med bud og udbud af virksomhedens aktier, så en pålidelig kursdannelse kan finde sted.<sup>63</sup> Dette indebærer at der både er et krav om: i) at der er en passende spredning i aktierne i offentligheden, og dermed det antal som aktierne er fordelt på, vil en passende spredning være når 25 procent af aktierne er fordelt i offentligheden og ii) et passende antal aktionærer.

I forhold til kravet om likviditet kan dette være et svært krav for en SMV'er at opfylde. Da en SMV'er er en mindre virksomhed end de virksomheder, der typisk ses på Fondsbørsen, som eksempelvis Vestas A/S og Pandora A/S, kan det være svært for en forholdsvis lille og sandsynligvis for mange også ukendt SMV'er at opfylde kravet om likviditet.

For at opfylde kravet om likviditet i Udstederreglerne kræver det, at der en passende spredning i aktierne til offentligheden og et passende antal aktionærer. En SMV'er kan have svært ved at få investorerne til at investere i virksomheden, da denne form for investering er mere risikobetonet end en investering i et af de større virksomheder.

I Udstederreglernes sidste generelle betingelser gælder der et krav om, at virksomhedens aktier, som ønskes optaget til handel, skal have en kursværdi på mindst 1 mio. EUR og at virksomheden skal kunne påvise at denne er egnet. Det betyder, at selvom virksomheden måtte have opfyldt ovenstående betingelser, vil der stadig være en mulighed for, at virksomheden ikke vil kunne få sine aktier optaget til handel, hvis virksomheden ikke anses for værende egnet. Nasdaq OMX Copenhagen kan dermed

---

<sup>62</sup> <https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=virksomhed&id=36711515&soeg=Happy%20Helper&type=Alle>

<sup>63</sup> Nasdaq - Regler for udstedere af aktier af 03-01-2018 pkt. 2.3.7

afslå en ansøgning, såfremt optagelsen vil være i modstrid med investorernes og kapitalmarkedets interesse.<sup>64</sup>

De resterende krav til virksomheden er også almindelige betingelser, som skal være opfyldt før aktierne kan optages til handel. Der gælder et krav til virksomhedens ledelse i Udstederreglernes betingelser for aktiers optagelse til handel på et reguleret marked.<sup>65</sup> Herunder gælder der et krav om at virksomhedens bestyrelse og dens direktion skal besidde de nødvendige kompetencer og erfaring til at lede en børsnoteret virksomhed, og sikre at virksomheden kan opfylde de løbende forpligtelser, der vil være når virksomheden er blevet børsnoteret. Kravet til bestyrelsen indebærer, at bestyrelsen ud fra en samlet betragtning skal besidde den tilstrækkelige kvalifikation. I forhold til direktionen, er det et krav at både direktøren og økonomidirektøren, besidder de rette kvalifikationer.<sup>66</sup>

Som SMV'er kan det måske være svært at opfylde kravet om, at ledelsen skal være kvalificeret.

Det må antages at ledelsen i en forholdsvis nystartet virksomhed, som en SMV'er ofte er, kan have svært ved at opfylde kravet om kvalifikationer, da virksomheden enten er ejerledet, eller ikke har økonomi til aflønning af en ledelse, med dokumenteret kvalifikationer, der lever op til kravene fremsat af fondsbørsen.

Det kan derfor være forholdsvis omstændigt for en SMV'er at børsnotere sig på Fondsbørsen, da det i de fleste tilfælde vil medføre en omstrukturering af ledelsen eller ny-ansættelser.

Kravet er dog indført for at sikre, at virksomheden er i stand til løbende at overholde reglerne udstedt af Nasdaq, som i sidste ende skal sikre investorerne, hvorfor kravet kan anses som værende en fordel for alle parter.

Supplerende til kravet til virksomhedens ledelse er der et krav om, at virksomheden er struktureret på en sådan måde, at virksomheden i stand til at efterleve gældende børsmarkedsregler. Dette indebærer, at virksomhedens ledelse har kapacitet til at formidle oplysninger til markedet,<sup>67</sup> herunder at virksomheden har etableret de fornødne procedurer, kontroller og systemer for at kunne overholde oplysningsforpligtelsen. Dette skal sikre, at markedet får adgang til de nødvendige oplysninger, som

---

<sup>64</sup> Nasdaq - Regler for udstedere af aktier af 03-01-2018 pkt. 2.3.9

<sup>65</sup> Nasdaq - Regler for udstedere af aktier af 03-01-2018 pkt. 2.4

<sup>66</sup> Nasdaq - Regler for udstedere af aktier af 03-01-2018 pkt. 2.4.1.2

<sup>67</sup> Nasdaq - Regler for udstedere af aktier af 03-01-2018 pkt. 2.4.2

er pålagt af Nasdaq OMX Copenhagen. Disse procedurer skal være udarbejdet før den egentlige børsnotering kan finde sted.

De ovenstående krav vil medføre en del forberedelse for virksomheden, inden denne kan blive børsnoteret. For en SMV, der ønsker at blive børsnoteret på Fondsbørsen betyder det, at SMV'en skal forholde sig til alle børsmarkedsreglerne samt alle de underliggende foranstaltninger til kravet om de fornødne procedurer. Dette kan være omstændigt for virksomheden, men for investorernes hensyn er dette en vigtig del, da operatøren af markedet, Nasdaq, på denne måde kan sikre sig, at virksomheden, der ønskes optaget har de rette grundlag til at eksistere på fondsbørsen.

Kravet om en informationspolitik, der skal vær udarbejdet af virksomheden er til for at sikre, at virksomheden leverer korrekte, rettidige, nøjagtige, ajourførte og pålidelige oplysninger til markedet. En informationspolitik vil typisk indeholde information om virksomhedens talsmand, hvilke oplysninger der skal offentliggøres og hvordan og hvornår oplysningerne offentliggøres.<sup>68</sup>

Slutteligt skal virksomheden offentliggøre sin stillingtagen til de reglerne for corporate governance.<sup>69</sup> Corporate governance-reglerne<sup>70</sup> er udarbejdet af Komitéen for god selskabsledelse. Virksomheden skal redegøre for, hvorledes de forholder sig til Komitéens for god selskabsledelses anbefalinger for god selskabsledelse og dermed gøre brug af "følg eller forklar"-princippet i dennes redegørelse.

Ovenstående Udstederregler fra Nasdaq OMX Copenhagen er alle betingelser, der skal være opfyldt af de virksomheder, der ønsker at blive optaget på Fondsbørsen. Betingelserne, som fremsat af Nasdaq, skal være med til for at sikre at aktierne, der optages til handel kan handles på en redelig, ordentlig og effektiv måde. Ovenstående tegner et billede af, at der er mange krav til en virksomhed inden denne kan børsnoteres, hvilket kan virke meget omstændigt og ressourcekrævende for virksomhederne. Især SMV'er, der antageligt har mindre kapital og ressourcer end de store large-cap virksomheder, vil muligvis føle at kravene kan virke uoverskuelige, og det vil være en meget stor opgave for en forholdsvis lille virksomhed, og som også selv for en large-cap virksomhed kan virke overvældende. Udover ovenstående regler skal virksomheden ydermere udarbejde et prospekt, som bliver behandlet i næste afsnit.

---

<sup>68</sup> Nasdaq - Regler for udstedere af aktier af 03-01-2018 pkt. 2.4.2

<sup>69</sup> Nasdaq - Regler for udstedere af aktier af 03-01-2018 pkt. 2.5

<sup>70</sup> Anbefalinger for god selskabsledelse - [www.coporategovernance.dk](http://www.coporategovernance.dk)



### 2.2.2 Prospektpligten

Udover Nasdaq OMX Copenhagens betingelser for optagelse af værdipapirer til handel, gælder der et helt overordnet krav til, at virksomheden udarbejder et prospekt før ønsket om optagelse til handel kan realiseres.<sup>71</sup>

Hvor Udstederreglerne kun er gældende på Fondsbørsen, gælder prospektpligten både på et reguleret marked, herunder Fondsbørsen, men også på en multilateral handelsfacilitet, en såkaldt alternativ markedsplads. Prospektreglerne gælder således både ved notering på Fondsbørsen, og ved notering på First North, såfremt optagelsen til handel på falder sammen med et offentlig udbud over 5 mio.<sup>72</sup>

Prospektdirektivet fastslår den prospektpligt, der gælder ved offentliggørelse af et prospekt før aktier udbydes eller optages til handel. Prospektpligten er toledet i og med at denne pligt både foreligger, når aktier optages til handel og når aktierne udbydes til offentligheden.<sup>73</sup>

Forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt fremgår af Prospektdirektivets artikel 3. Jf. Prospektdirektivets artikel 1, stk. 1 kan medlemsstaterne ikke give tilladelse til en virksomheds udbud af værdipapirer til offentligheden indenfor deres område, før der er offentliggjort et prospekt, mens medlemsstaterne i Prospektdirektivets artikel 3, stk. 3 skal sikre, at optagelse til handel på et reguleret marked, der er beliggende i eller er aktivt inden for deres område, er betinget af, at der offentliggøres et prospekt. Prospektdirektivets artikel 3, stk. 3, er implementeret i Kapitalmarkedsloven kapitel 3 nærmere bestemt Kapitalmarkedsloven § 10, mens Prospektdirektivets artikel 3, stk. 1 er implementeret i Kapitalmarkedslovens § 10, stk. 2.

I forhold til prospektpligten ved udbud af værdipapirer fastslås det jf. Prospektdirektivets artikel 1, litra h, at direktivet ikke finder anvendelse på værdipapirer, der indgår i en udstedelse, hvor hele summen af udbuddet udgør mindre end 5 millioner euro med en beregning over en periode på 12 måneder.

Denne økonomiske undergrænse betyder, at prospektpligten ikke indtræder ved børsnotering af virksomheder, hvis udbuddet af værdipapirer er under 5 millioner euro. Direktivets artikel 1, litra h er implementeret i Kapitalmarkedsloven § 1, stk. 2 hvoraf det fremgår at lovens kapitel 3 om prospekter, kun finder anvendelse for optagelse af omsættelige værdipapirer til handel på et reguleret

---

<sup>71</sup> Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik - Børs - og kapitalmarkedsret (2012) s. 295

<sup>72</sup> Kapitalmarkedslovens § 1 stk. 2

<sup>73</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 182

marked og offentlige udbud af omsættelige værdipapirer over 5 mio. euro.<sup>74</sup> Ved optagelse af omsættelige værdipapirer til handel på et reguleret marked, f.eks. Fondsbørsen, vil der således altid være pligt til at udarbejde et prospekt jf. Kapitalmarkedslovens § 10 stk. 1, hvor prospektpligten på en multilateral handelsfacilitet, f.eks. First North først indtræder, såfremt der laves et offentlig udbud af omsættelige værdipapirer på over 5 mio. euro jf. Kapitalmarkedslovens § 10 stk. 2 og Kapitalmarkedslovens § 1 stk. 2.

### 2.2.2.1 Prospektets indhold

Som en helt generel regel fremgår det af Kapitalmarkedsloven § 12, at prospektet skal indeholde en let forståelig og let læselig beskrivelse af virksomheden, som skal gøre investorerne i stand til at foretage en vurdering af virksomhedens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter.

Dette betyder, at investorer gennem prospektet, skal være i stand til at træffe investeringsbeslutninger og vurdere, hvorvidt det ønskes at investere i de enkelte værdipapirer.<sup>75</sup>

Der er dermed et ønske om at sikre, at virksomheden leverer tilstrækkelig information gennem prospektet før en eventuel investor skal træffe beslutningen om, hvorvidt denne ønsker at investere i virksomheden. Investorer skal, alene på baggrund af virksomhedens prospekt, være i stand til at træffe en beslutning om en eventuel investering. Prospektets formål er således at fungere både som et informationsmateriale og en form for investorbeskyttelse af de investorer, som skal foretage en investeringsbeslutning.

I Kapitalmarkedslovens § 12 stk. 2 er der fastsat hjemmel til, at Erhvervsministeren kan udstede regler omhandlende prospekter. På baggrund af denne hjemmel har Finanstilsynet udstedt Prospektbekendtgørelsen som bl.a. indeholder undtagelser til prospektpligten<sup>76</sup>, samt overordnede krav som prospekters format og indhold<sup>77</sup>, gyldighed<sup>78</sup>, offentliggørelse<sup>79</sup> og sprog.<sup>80</sup>

---

<sup>74</sup> Ved offentlige udbud af omsættelige værdipapirer over 5 mio. euro gælder prospektpligten både på et reguleret marked og på en multilateral handelsfacilitet.

<sup>75</sup> Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik - Børs - og kapitalmarkedsret (2012) s. 302

<sup>76</sup> Prospektbekendtgørelsens §§ 16, 17 og 18

<sup>77</sup> Prospektbekendtgørelsens kapitel 4

<sup>78</sup> Prospektbekendtgørelsens kapitel 6

<sup>79</sup> Prospektbekendtgørelsens kapitel 7

<sup>80</sup> Prospektbekendtgørelsens kapitel 9

Mens Prospektdirektivets bestemmelser om prospekter er implementeret i Kapitalmarkedsloven og Prospektbekendtgørelsen så regulerer Prospektforordningen<sup>81</sup> de oplysninger, der skal indgå i et prospekt.<sup>82</sup>

Prospektforordningen indeholder en række bilag - delegerede retsakter, som har til formål at specificere indholdet af et prospekt og som derfor har karakter af specifikke regler. Der er forskellige oplysningskrav alt efter, hvilket bilag virksomheden anvender, og virksomheden vælger derfor bilag ud fra den kategori af værdipapirer, der er relevante for virksomhedens prospekt.

Et prospekt skal bestå af et *resumé*, et *registreringsdokument* og en *værdipapirnote*.<sup>83</sup>

Mindstekravene til disse fremgår henholdsvis af: Bilag I til Prospektforordningen for registreringsdokumentet, og af bilag III til Prospektforordningen for værdipapirnoten. Kravet til resuméet fremgår derimod af Prospektbekendtgørelsen § 19, stk. 1.

*Registreringsdokumentet* skal primært indeholde information vedrørende den virksomhed, der udsteder værdipapirerne. Til at starte med skal der i registreringsdokumentets indhold være en indledende note, hvis formål er at beskrive de tekniske informationer som prospektet vedrører, eksempelvis informationer omkring antallet af aktier, hvorvidt der er tale om udbud af aktier eller en optagelse af aktierne til handel, kursen på aktierne og eventuelle fortegningsretter.

Finanstilsynet stiller krav om, at prospektets indledende note maksimalt må have en længde på én side.<sup>84</sup> Efterfølgende vil der, i registreringsdokumentet, typisk indgå et afsnit som indeholder generel information. Den generelle information vil sædvanligvis omfatte vejledninger og advarsler til eventuelle investorer, som skal gøre investorer selv i stand til at vurdere om de, som investorer, er kvalificerede nok til at erhverve aktierne.<sup>85</sup> Afsnittet med den generelle information har ligeledes en begrænsning i sideantal der, på baggrund af Finanstilsynets praksis, maksimalt må være på to sider.<sup>86</sup>

Prospektet skal ydermere indeholde oplysninger om dem, der er ansvarlige for prospektet, hvilket typisk vil være virksomheden selv, og det sker i form af en prospekterklæring, som de ansvarlige skal underskrive, og sættes ind i prospektet.<sup>87</sup> Registreringsdokumentet skal ydermere indeholde oplysninger om virksomhedens revisorer, udvalgte regnskabsoplysninger, risikofaktorer, oplysninger

---

<sup>81</sup> Forordning 2004/809/EF

<sup>82</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 216

<sup>83</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 219

<sup>84</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 226

<sup>85</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 226-228

<sup>86</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 228

<sup>87</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 228

om virksomheden, samt virksomhedens historik, udvikling og investeringer, forretningsoversigt, organisationsstruktur, samt ejendomme, anlæg og udstyr, oplysninger om gennemgangen af drift, regnskaber og kapitalressourcer, oplysninger om forskning, udvikling, resultatforventninger, virksomhedens ledelse, aflønning, personale, større aktionærer, virksomhedens aktiver og passiver, væsentlige kontrakter, oplysninger fra tredjemand, ekspertudtalelser, interesseerklæringer samt yderligere oplysninger, som falder inden for selskabsrettens område. Selskabsrettens område er eksempelvis hovedpunkter som aktiekapital, stiftelsesdokument og vedtægter.<sup>88</sup>

Jf. Prospektforordningens Bilag I pkt. 4 fremgår det, at registreringsdokumentet skal indeholde oplysninger om risikofaktorer, der gælder for virksomheden eller branchen, som virksomheden er en del af. Disse risikofaktorer skal angives i en sektion med titlen "risikofaktorer". Risikofaktorerne omhandlende virksomheden og/eller dennes branche, skal opstilles efter, at risikofaktorerne vedrørende udbuddet er beskrevet.

I forhold til dette afsnit er selve retningslinjerne for udarbejdelsen af risikofaktorerne i høj grad drevet af praksis, da dette hverken er reguleret i national lov, eller er EU-retlig reguleret. Der er ikke udstedt retningslinjer til udarbejdelse af dette afsnit, hvilken betyder at processen følger af praksis, og i høj grad af kutyme i branchen for udarbejdelse af prospekter.

Afsnittet omkring risikofaktorer, såfremt det blot skal overholde de forhold, som fremgår af Prospektforordningen, kan afdækkes på 4 sider, hvorimod afsnittet i praksis nærmere fylder omkring 15 sider.<sup>89</sup>

Risikoafsnittet bliver ofte et betydeligt hovedfokus for virksomheden ved udarbejdelsen af prospektet, da afsnittet både skal angive de risici, der er ved virksomheden og dermed forsøge at begrænse et eventuelt ansvar over for investorerne. Omvendt er det ligeledes i virksomhedens interesse ikke at fremstå som et dårligt investeringsprojekt.<sup>90</sup> Virksomheden skal derfor, så vidt det er muligt, forsøge at få afsnittet balanceret på en sådan måde, at det indeholder begge dele.

Afsnittet er derfor et betydeligt fokuspunkt og en tidskrævende del af udarbejdelsen af et prospekt.

---

<sup>88</sup> Bilag I til Prospektforordningen

<sup>89</sup> Børsnotering i Danmark - DLA Piper (2017) s. 90

<sup>90</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 234

Prospektet skal ydermere indeholde et *Resumé*.<sup>91</sup> Kravene til resuméet er beskrevet i Prospektbekendtgørelsen. Jf. Prospektbekendtgørelsens § 19, stk. 3 skal resuméet være kortfattet, i et ikke-teknisk sprog samt indeholde oplysninger om virksomheden.

Resuméet skal fremstå som en selvstændig del af prospektet og investorerne skal ud fra resuméet f.eks. være i stand til at vurdere, hvilke risici, der er forbundet med virksomheden, de anslåede udgifter, som er forbundet med den pågældende investering, samt de risici der er ved at investere i de pågældende værdipapirer.<sup>92</sup>

Jf. prospektbekendtgørelsens § 19, stk. 3, skal resuméet indeholde en advarsel, som skal beskrive at: 1) resuméet skal læses indledningsvis til prospektet, 2) beslutninger om investering i værdipapirer bør træffes på baggrund af hele prospektet, 3) investorer kan være forpligtet til at betale eventuelle sagsomkostninger i forhold til prospektets oversættelse ved oplysninger om prospektet indbringes for en domstol, samt 4) de personer, der har udarbejdet resuméet kan ifalde erstatningsansvar, såfremt resuméet fremgår misvisende, ukorrekt eller uoverensstemmende når det læses med andre dele af prospektet.

Prospektforordningen Bilag XXII omhandler resuméets struktur, og det fremgår her, at resuméet skal struktureres gennem et fast format, som fremgår af skemaerne i bilaget. Disse skemaer er obligatoriske for prospekterne, således at andre resuméer i andre prospekter optræder på samme måde. På den måde antages det kan resuméet bidrage til at det bliver overskueligt og gennemsigtigt for investorer, da resuméerne struktur er det samme i alle prospekter.

*Værdipapirnoten* skal ligeledes indgå som en del af prospektet.<sup>93</sup> Værdipapirnoten har til formål at beskrive de værdipapirer, der skal udbydes til offentligheden eller optages til handel.

På samme måde som ved registreringsdokumentet skal værdipapirnoten indeholde en ansvarserklæring og en beskrivelse af risikofaktorer, jf. Bilag III til Prospektforordningen pkt. 1 og 2. Det er dog ikke hensigten med værdipapirnoten at alt skal gentages, hvorfor der i værdipapirnoten blot kan henvises til den pågældende ansvarserklæring og dele af de beskrevne risikofaktorerne, som findes i registreringsdokumentet. Ved værdipapirnoten vil de risikofaktorer, der beskrives omhandle værdipapirerne, hvor risikofaktorerne, der er beskrevet i registreringsdokumentet, omhandler de risici, der vedrører virksomheden.<sup>94</sup>

---

<sup>91</sup> Prospektbekendtgørelsens § 16 stk. 1 og stk. 2

<sup>92</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 231

<sup>93</sup> Bilag II til Prospektforordningen

<sup>94</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 273

Dernæst skal værdipapirnoten også indeholde oplysninger om virksomhedens arbejdskapital, kapitalisering og gældssituation. Oplysninger om fysiske og juridiske personers interesse i udstedelsen/udbuddet såsom eventuelle interessekonflikter og årsagen til udbuddet, skal ligeledes beskrives. Som en del af værdipapirnoten er det et krav, at virksomheden oplyser en række konkrete oplysninger om udbuddet, såsom den forventede tidsplan, betingelserne for udbuddet og kursfastsættelse.<sup>95</sup>

Bilag III pkt. 6 til Prospektforordningen beskriver, hvorledes værdipapirnoten ydermere skal indeholde oplysninger om det marked som de pågældende værdipapirer ønskes optaget på og samt den forventede dato for værdipapirernes optagelse til handel.

De ovenfor beskrevet krav til indholdet i et prospekt er alt sammen oplysninger, der skal medtages når virksomheden skal udarbejde et prospekt. Der er i Prospektforordningen ikke angivet, hvorvidt der er begrænsninger på, hvor mange sider de enkelte punkter må fylde i prospektet, hvilket især i forhold til afsnittet om risikofaktorer, vil være drevet af praksis fra branchen. Reglerne opridser således, hvad prospektet skal indeholde, men ikke hvor mange sider de enkelte punkter må eller bør udgøre i prospektet.

Det betyder, at de forskellige prospekter, der udstedes kan have mange forskellige længder alt efter, hvor mange oplysninger virksomheden ønsker at medtage, hvor kortfattet virksomheden eventuelt måtte være eller hvor mange yderligere oplysninger virksomheden anser for væsentlige at indeholde i prospektet. I Danmark har tendensen været, at der ofte ses meget lange og omfattende prospekter, selv for børsnoteringer på First North. I Sverige ses især at prospekterne for First North noteringer er en del kortere, og mindre komplekse.<sup>96</sup> De lange og komplekse prospekter kan være forvirrende for investorerne.<sup>97</sup> Qua de mange betingelser som ses i forhold til prospektets indhold kan investorerne blive i tvivl om, hvilke information, der er relevante for deres investeringsbeslutning.

Alle de betingelser, der er oplyst i forhold til udarbejdelse af prospekt kan betyde, at danske virksomheder vil være tilbageholdende i forhold til at vil børsnotere virksomheden. De mange krav, som medfører et betydeligt ressourceforbrug, kan koste virksomheden dyrt, hvilket kan have indflydelse på lysten til at lade sig børsnotere, hvilket kan resultere i, at virksomhederne vælger en

---

<sup>95</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 281

<sup>96</sup> Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital - AxcelFuture, april 2016

<sup>97</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014) s. 11

børsnotering fra og søger alternative veje i forhold til kapitalfremskaffelse, f.eks. gennem fremmedfinansiering eller en M&A-proces,<sup>98</sup> eller som yderste konsekvens slet ikke får fremskaffet den ønskede kapital.

### 2.2.3 Den nye Prospektforordning

I sommeren 2017 blev den nye Prospektforordning, Europa-Parlamentets og Rådets forordning 2017/1129 af 14. juni 2017, herefter Prospektforordningen II, vedtaget og Prospektforordningen II erstatter således det nuværende prospektdirektiv og den dertilhørende prospektforordning,<sup>99</sup> som danner grundlaget for den nuværende regulering af prospekter.

Formålet med Prospektforordningen II er, at Forordningen skal gøre det mindre omkostningstungt for virksomheder at rejse kapital gennem en børsnotering ved at forsøge at udforme kravene til prospektets omfang, således at de afhænger mere af virksomhedens størrelse og typen af udbuddet. Samtidig er formålet med Forordningen at minimere de reguleringsmæssige barrierer, der eksisterer for små og mellemstore virksomheder,<sup>100</sup> som det eksempelvis ses med indførelsen af EU-vækstprospekter, som vil blive gennemgået i afsnit 2.2.3.1

Med den nye prospektforordning, som trådte i kraft d. 20 juli 2017, og som finder anvendelse fra 21. juli 2019, ændres anvendelsesområdet for prospekter, således at den økonomiske grænse for, hvornår der indtræder en prospektpligt, vil blive forhøjet til 8 mio. euro jf. Prospektforordning II's præambel nr. 13.

Dette betyder, at der er mulighed for, nationalt, at øge den økonomiske grænse for, hvornår prospektpligten indtræder med op til 8 mio. euro. Det er derfor op til de enkelte medlemsstater at fastsætte de nationale krav for, hvilken tærskelværdi de ønsker, og dermed valgfrit at fastsætte lavere tærskelværdier end de 8 mio. euro.

Bestemmelsen omhandlende den forhøjede grænseværdi vil allerede træde i kraft fra 21. juli 2018,<sup>101</sup> hvorimod hvor resten af Forordningen træder i kraft d. 21. juli 2019. Ændringen af den økonomiske grænse for prospektpligtens indtrædelse sker på baggrund af et ønske om at undgå, at mindre udbud, som typisk sker ved SMV'ers udbud, ender med at betale mere end nødvendigt i forhold til

---

<sup>98</sup> Børsnoteringer - sådan skaber vækst, analyse af børsintroduktioner i Danmark - Kromann Reumert (2013) s. 10

<sup>99</sup> Forordning 2004/809/EF

<sup>100</sup> <https://www.finanstilsynet.dk/da/Tilsyn/Prospekter/Den-nye-prospektforordning> d. 01-05-2018

<sup>101</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 51

omkostningerne ved prospekt udarbejdelsen og som ikke er proportionalt med det afkast som virksomheden forventer.<sup>102</sup>

Danmark valgte, ved indførelsen af Kapitalmarkedsloven, at frigøre sig for Værdipapirhandelslovens kapitel 12, og dermed også den dertilhørende lille prospektbekendtgørelse omhandlende små udbud. Dermed forsvandt de nationale særregler automatisk også for udbud mellem 1 og 5 mio. euro ved indførelsen af Kapitalmarkedsloven. Ophævelsen af de små udbud blev begrundet med, at reglerne om små udbud udgjorde en unødvendig byrde ved mindre kapitaliseringer.<sup>103</sup>

Det kan derfor tænkes, at Danmarks nationale og fremtidige tærskelværdi ved prospektpligten vil blive forhøjet til 8 mio. euro, som bliver muligt på baggrund af Prospektforordningen II, da grænsen for hvornår der prospektpligten indtræder heri forhøjes. SMV'er der falder ind i spændet mellem de 5 - og 8 mio. euro, vil muligvis finde det mere attraktivt at børsnotere sig end tidligere, da virksomhederne ikke er underlagt prospektpligten længere, hvis de befinder sig indenfor dette grænseland. En forhøjelse af prospektpligtens grænse til 8 mio. euro kan dermed vise sig at være en fordel for danske SMV'er i forhold til bedre adgang til finansiering gennem kapitalmarkedet.<sup>104</sup>

Formålet med Prospektforordningen II er, at kravene til prospektets indhold bliver bedre tilpasset, så de henvender sig bedre til virksomhedens konkrete situation. Det betyder at prospektets indhold bliver tilpasset, så kravene vil variere alt efter den type af udbud som virksomheden ønsker at notere, og som er tilpasset i forhold til virksomhedens faktiske størrelse.

Det er stadig et krav, at virksomheden opfylder minimumskravene til prospektets indhold, som skal sikre, at investorer får adgang til de oplysninger, som er nødvendige for, at investorerne kan træffe en investeringsbeslutning, som beskrevet i afsnit 2.2.2.1 ovenfor.

Ved Prospektforordningen II bliver der indført et yderligere krav til det eksisterende minimumskrav, som omhandler medtagelse af information om årsagen til udstedelsen og konsekvenserne for virksomheden ved udstedelsen, samt at det fremhæves at oplysningerne i prospektet skal angives kort, passende og uden unødvendige detaljer.<sup>105</sup>

---

<sup>102</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 52

<sup>103</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 53

<sup>104</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 53

<sup>105</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 57



I forhold til kravet om, at prospektet skal være kort, passende og uden unødvendige detaljer, fremgår det af Prospektforordningens II præambel 27 at *“et prospekt bør ikke indeholde oplysninger, der ikke er væsentlige eller specifikke for den pågældende udsteder og de pågældende værdipapirer, da dette kunne sløre de oplysninger, der er relevante for investeringsbeslutningen, og således underminere investorbekyttelsen.”* Dette krav, som følger af Prospektforordningen II kan muligvis medføre, at fremtidige prospekter bliver mindre omfangsrige i forhold til, hvad der ses i dansk praksis i dag.

Og sandsynligvis medføre at de oplysninger, som er relevante for investeringsbeslutningen har et højere informationsniveau. Effekten af de mindre omfangsrige og mere specifikke prospekter kan medføre en positiv ændring ved, at de omkostninger som virksomheden har ved processen for udarbejdelsen af prospektets falder.<sup>106</sup>

Et af kravene i Prospektforordningen II, som er blevet ændret markant i forhold til den forrige regulering, er kravet til resuméet. Som det blev beskrevet ovenfor skal resuméet til prospektet være en sammenblanding af indholdet fra både registreringsdokumentet og værdipapirnoten, således information om virksomheden og værdipapirerne. Med Prospektforordningen II ønskes det at gøre prospektets resumé til en gavnlig informationskilde, specielt for de private investorer, som kan have svært ved at overskue prospekters størrelse, og dermed svært ved at gennemskue prospekterne som helhed.

Med Prospektforordningen II forsøges der at gøre op med de nuværende prospektregler, så kravene til resuméet ikke blot er en opsummering, og en række uddrag som i forvejen står i prospektet, men i stedet forsøger at opstille klare regler for at resuméet, som skal sikre at resuméet bliver enkelt, kort og overskueligt.

Resuméet skal deles op i fire kategorier som består af i) indledning, ii) oplysninger om virksomheden, iii) oplysninger om værdipapirerne og iv) oplysningerne omkring udbuddet og/eller aktiernes optagelse til handel.<sup>107</sup>

Det er de samme oplysninger som ved nuværende regulering, men kravene til strukturen i resuméet vil blive ændret med Prospektforordning II. Derudover er der med Prospektforordningen II indført en begrænsning i sideantallet, hvor resuméet maksimalt må udgøre syv A4-sider. Det bidrager til at resuméer får et format der er ensartet, idet samtlige prospekter vil være på maksimalt syv sider og

---

<sup>106</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 57

<sup>107</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 58

dermed er med til at skabe et bedre overblik for investoren. Denne begrænsning i sideantallet vil være med til at sikre at virksomhederne, der udsteder prospekterne, ikke fylder deres resuméer med mere end højest nødvendigt, og virksomhederne er derfor pålagt at tage stilling til vigtigheden af de oplysninger som de ønsker at medtage i resuméet.

Resuméets afsnit om informationer omkring de risikofaktorer, der er forbundet med virksomheden og værdipapirerne er ligeledes blevet begrænset. Det fremgår, at der i resuméet maksimalt må være beskrevet 15 risikofaktorer jf. Art. 7, stk. 10. Som følge af dette vil en virksomhed, sammen med virksomhedens rådgivere, dermed skulle overveje, hvilke af de i prospektet nævnte risikofaktorer, som er mest relevante og som er med til at skabe et højere informationsniveau til gavn for investorerne.<sup>108</sup>

Med Prospektforordningen II bliver kravene til, hvilke risikofaktorer, der skal oplyses om i prospektet ligeledes ændret. Det er således kun de risikofaktorer, som væsentligt og specifikt henvender sig til virksomheden og de relevante værdipapirer der skal medtages i prospektet. jf. Prospektforordningen II art. 16, stk. 1, 2. led skal de valgte risikofaktorerers væsentlighed oplyses ud fra "*sandsynligheden for, at de indtræffer og det forventede omfang af deres negative virkninger*". Denne bestemmelse kræver, at en virksomhed sammen med virksomhedens rådgivere laver vurderinger for, hvor sandsynligt det menes at være, at risikofaktorerne indtræffer og hvilken eventuelt negativ virkning det kan have for både investorerne, men også for de værdipapirer, der bliver udstedt. Risikofaktorerne skal inddeles i forskellige klasser, i en bestemt rækkefølge alt efter risikoens væsentlighed, så de væsentligste risikofaktorer bliver beskrevet først. Prospektforordningen II giver virksomheden mulighed for, at de forskellige risikofaktorer kan inddeles i tre kategorier alt efter deres væsentlighed baseret på, hvilken sandsynlighed der er for, at risikoen indtræffer sammen med omfanget af risikoens mulige negative effekt.<sup>109</sup>

Dermed kan disse risikofaktorer indledes på en skala med lav, middel og høj, som kan skabe værdi for investorerne i forhold til deres vurdering af graden af risikoen, som virksomheden har taget stilling til.

---

<sup>108</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 58

<sup>109</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 238

Hvor det med den nuværende regulering var lagt op til, at virksomheden selv har kunne beslutte, hvilke og hvor mange risikofaktorer som skulle medtages i prospektet, er det med Prospektforordningen II tydeligt blevet specificeret, hvor mange risikofaktorer, der skal nævnes i resuméet og hvilke krav, der er til risikofaktorerne i prospektet. Med Prospektforordningen II bliver risikofaktorerne inddelt alt efter deres væsentlighed og graden af negativ påvirkning risikofaktorerne kan medføre.<sup>110</sup>

Kravene til risikofaktorerne betyder, at afsnittet omkring risiko bliver et mere oplysende og gennemsigtigt afsnit, som er til gavn for investorerne, da det vil være lettere og mere overkommeligt for dem, at finde frem til de risikofaktorer, der lige netop er relevante for dem.

Ydermere kan disse ændringer betyde at private investorer, som muligvis er mere uerfarne eller mangler den fornødne erfaring sammenlignet med de store institutionelle investorer, i højere grad har mulighed for at vurdere deres investeringsbeslutninger ud fra kategoriseringerne af risikofaktorerne og sandsynlighedsvurderinger for at en risiko indtræffer.

Et andet nyt tiltag som følger af Prospektforordningen II omhandler virksomhedens mulighed for at lave henvisninger i prospektet, og går konkret ud på, at virksomheden har mulighed for at integrere oplysninger i prospektet med henvisninger, jf. Prospektforordningens præambel 58.

Med dette tiltag ønsker Prospektforordningen II at lette prospekt udarbejdelsen og dermed omkostningerne for virksomheden, ved at virksomheden skal have mulighed for at kunne henvise, i prospektet, til relevante dokumenter, der allerede er udarbejdet, såfremt disse er offentliggjort elektronisk på internettet.<sup>111</sup>

Denne mulighed kan mindske arbejdsbyrden hos virksomheden, da virksomheden blot kan henvise, til en række dokumenter, i stedet for at dokumenterne skal implementeres i prospektet, hvilket kan øge arbejdsbyrden hos virksomheden. Det betyder dog også, at prospektet ikke kan læses alene, men skal suppleres af dokumenter, som investor i så fald skal finde andre steder, hvilket ikke kan være til mere byrdefuld for investorerne i stedet for at disse var implementeret i prospektet som ved den nuværende regulering.

---

<sup>110</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 59

<sup>111</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 59

Kravene til virksomhedernes prospekter ved Prospektforordning II har til hensigt at minimere omkostningerne ved prospekt processen for virksomhederne samtidig med, at der har været et ønske om, at det indholdsmæssige i prospekterne skal tilpasses de enkelte virksomheder bedre alt efter, hvilken karakter udbuddet har.<sup>112</sup> Dette betyder, at prospekterne formentlig bliver kortere og mere præcise.<sup>113</sup> Dette kan have den betydning, at virksomheder muligvis vil få øjnene op for, at det bliver mindre besværligt at udarbejde et prospekt og at den standardforudsætning om, at prospekter skal være meget lange muligvis kan ændres idet Prospektforordningen II netop lægger op til, at processen for prospektet forenkles.

Dette kan have en positiv virkning, specielt for SMV'er, hvor kapital hos denne type af virksomhed må antages at være betydelig lavere end hos de større virksomheden, samtidig med at de ressourcer virksomheden har til rådighed ved udarbejdelsen af et prospekt formentlig også er mindre end hos de større virksomheder. Derfor vil Prospektforordningen II være en positiv ændring i forhold til prospektudarbejdelse, specielt for SMV'er.

I Danmark har der i en længere årrække været en tendens til at prospekterne har bevæget sig længere og længere væk fra deres egentlige målgruppe, som i bund og grund er investorerne. Prospekterne er efter dansk praksis i dag så lange og omstændige, at de i højere grad ligner en ansvarsfraskrivelse,<sup>114</sup> snarere end et informationsdokument til gavn for investorerne.<sup>115</sup> Efter finanskrisen i 2008 har børsmarkedet i Danmark set en tendens til at prospekterne har bevæget sig længere hen mod internationale prospekt-standarder. Grunden herfor skyldes at der i perioden efter finanskrisen blev foretrukket internationale emissionsbanker ved børsnoteringsprocessen.<sup>116</sup>

Dette har betydet, at prospekterne har taget form af et mere omfangsrigt og detaljeret prospekt, hvor risikoafsnittet har været mere fyldige, og at der har været flere grundige ansvarsfraskrivelser end det tidligere er set.

---

<sup>112</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 50

<sup>113</sup> <http://www.consilium.europa.eu/da/policies/capital-markets-union/prospectus/>

<sup>114</sup> Det samfundsmæssigt øgede fokus på ansvarsplacering og erstatning har haft en betydelig effekt på mængden af information i prospekterne.

<sup>115</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 61

<sup>116</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014) s. 11

I praksis ses det, at det har været svært at forene hensynet om at forenkle og tilpasse informationer til investorer, med den interesse som virksomhederne har i at sikre, at prospektet er beskrevet med tilstrækkelige informationer om virksomheden, og de risikofaktorer som virksomheden er underlagt,<sup>117</sup> og som Prospektforordningen II forsøger at forene.

I forhold til at forene disse to forhold synes det tvivlsomt at Prospektforordningen II er tilstrækkelig ændret i forhold til indholdskravene i prospektet. De ændringer der vil blive foretaget med den nye prospektforordning synes ikke at løse den problematik der eksisterer i praksis.

Hvis forordningen skulle bidrage til en løsning på de to problemstillinger, der synes svære at forene, burde den formentlig have været mere ambitiøs i forhold til ændringerne i prospektudarbejdelsen og måske nytænke hele prospektområdet. For at forenkle og tilpasse de informationer til investorerne, der er gennem prospektet, vil en *betydelig* begrænsning af omfanget og indholdet i prospektet være en mulig løsning til den problematik, der er opstået omkring de meget lange, omstændige og ansvarsfraskrivende prospekter.

### **2.2.3.1 EU-vækstmarkedet - og prospekter**

Med et helt overordnet ønske fra EU-kommissionen om, at Prospektforordningen II skal medvirke til at mindske byrden ved udarbejdelsen af prospekter, indføres der med Prospektforordningen II en mulighed for et EU-vækstprospekt, som hovedsageligt henvender sig til SMV'er, der ønsker at blive optaget til handel på multilaterale handelsfaciliteter (MHF), herunder SMV-vækstmarkeder.<sup>118</sup> Begrebet blev første gang indført med Markets in Financial Instruments Directive II, herefter MiFID II, art. 33.

Dette SMV-vækstmarked for små og mellemstore virksomheder er blevet implementeret ved Kapitalmarkedslovens § 110. Reglerne om EU-vækstprospekter gælder kun for SMV-vækstmarkeder. En MHF, f.eks. First North kan ansøge om at blive et SMV-vækstmarked jf. Kapitalmarkedslovens § 110 for herefter at virksomhederne, som søger optagelse på et sådant marked, kan omfattes af EU-vækstprospekterne. Før at First North kan blive registreret som en SMV-vækstmarked, skal de først opfylde en række krav, som er beskrevet i Kapitalmarkedslovens § 111 stk.1 nr. 1-7. Når disse krav er opfyldt af operatøren, er det Finanstilsynet der registrerer First North som et SMV-vækstmarked jf. Kapitalmarkedslovens § 110 stk. 2.

---

<sup>117</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 61

<sup>118</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 60

Omkostningerne ved at udarbejde et prospekt kan for SMV'er være uforholdsmæssig store idet SMV'er typisk kun har behov for at rejse forholdsvis mindre beløb, end tilfældet er ved børsnotering af store virksomheder.<sup>119</sup> Omkostningerne til et prospekt kan derfor være en faktor, der kan afholde virksomheden fra at udbyde deres værdipapirer til offentligheden, eller fremskaffe ny kapital ved en børsnotering, da disse omkostninger kan være uforholdsmæssig høje i forhold til virksomhedens størrelse, eller størrelsen af den kapital, som virksomheden ønsker at rejse.

For at opnå den ønskede effekt af at SMV'er søger finansiering gennem kapitalmarkederne har Prospektforordningen dermed indført begrebet SMV-vækstmarkeder, som gerne skulle give den effekt at SMV'er får gavn af den lettere adgang til kapital samt muligheden for at rejse midler, der gør, at omkostninger er proportionale hermed.<sup>120</sup>

For at kunne blive optaget som et SMV-vækstmarkedet, kræver det at f.eks. First North, søger tilladelse til at blive et SMV-vækstmarked. I stedet for den almindelige prospektpligt, vil virksomheder, der ønskes noteret på et SMV-vækstmarked, i stedet kunne nøjes med at udarbejde et EU-vækstprospekt, som er tilpasset prospektregime for SMV'er.<sup>121</sup> På et SMV-vækstmarked skal et dertilhørende EU-vækstprospekt, ligesom et almindeligt prospekt, udarbejdes af den virksomhed, der ønsker at blive optaget på markedet. Oplysningerne om EU-vækstprospektet fremgår af Prospektforordningen II Art. 15, stk. 1, 2. led hvoraf et EU-vækstprospekt *er et dokument i et standardformat, der er affattet i et enkelt sprog, og som det er nemt for udstederen at udfylde. Det omfatter et specifikt resumé, der er baseret på artikel 7, et specifikt registreringsdokument og en specifik værdipapirnote.* I forhold til de mere specifikke oplysninger som skal være indeholdt i EU-vækstprospektet fremgår det af Prospektforordningens art. 15, stk. 2, at Kommissionen senest d. 21. januar 2019 skal have vedtaget delegerede retsakter, som har til formål at supplere krav til format, indhold og rækkefølgen i EU-vækstprospekterne.

Dette betyder, at det endnu ikke er klart for SMV'er der ønskes optaget på et SMV-vækstmarked, hvilke præcise krav der vil være til udarbejdelsen af et EU-vækstprospekt. Det må dog antages at kravene til EU-vækstprospektet bliver lempeligere end de krav til der er til de traditionelle prospekter, som det ses i den nuværende regulering og som er blevet gennemgået ovenfor. Da det er

---

<sup>119</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014) s. 11

<sup>120</sup> Prospektforordningens præambel 51

<sup>121</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 59

Kommissionens ønske at lette omkostningerne jf. Prospektforordningens præambel 51, må det forventes at disse krav bliver proportionale med SMV'ernes størrelse og kapacitet, så det bliver attraktivt for en SMV'er at lade sine værdipapirer udbydes til offentligheden og optages til handel på et SMV-vækstmarked.

Derudover fremgår det direkte af art. 15, stk. 2 ydermere, at resuméet til EU-vækstprospektet ikke skal pålægge virksomheden yderligere omkostninger eller ekstra byrder end ved et standardprospekt, som fremgår af artikel 7 til Prospektforordningen II<sup>122</sup>, hvilket taler for at EU-vækstprospekterne kan have en positiv indflydelse på de omkostninger, der er forbundet med prospektudarbejdelsen.

Som det ses i dag er First North den eneste markedsplads i Danmark, der er specielt designet til at notere SMV'er. First North er dog på nuværende tidspunkt ikke et registreret SMV-vækstmarked, men har mulighed for at blive det, såfremt de vælger at ansøge herom.<sup>123</sup>

Hvorvidt det vil være attraktivt for First North at søge tilladelse til at blive et SMV-vækstmarked er endnu uklart, da reglerne om EU-vækstprospekter endnu ikke er offentliggjort. Såfremt kravene til EU-vækstprospekterne reelt bliver lempeligere for virksomhederne, vil det muligvis være en fordel for First North at søge tilladelsen.

### 2.3 Notering på en alternativ markedsplads

Dette afsnit omhandler de alternative markedspladser, som en SMV kan vælge at blive børsnoteret på, såfremt de ikke ønsker eller har mulighed for, at blive børsnoteret på Fondsbørsen, på baggrund af de overordnede krav, som stilles til en virksomhed, ved børsnotering på en sådan markedsplads.

En alternativ markedsplads, er en markedsplads, hvor der omsættes værdipapirer, som ikke er noteret på en fondsbørs.<sup>124</sup> I lovmæssig forstand er en alternativ markedsplads et underbegreb til en multilateral handelsfacilitet (MHF), som blev indført med MiFID-direktivet,<sup>125</sup> og som i Kapitalmarkedslovens § 3 stk.1, nr. 3 er defineret som et multilateralt system jf. § 3 stk. 1 *multilateralt system: ethvert system eller facilitet, hvor forskellige forskellige tredjeparters køb- og salgsinteresser i finansielle instrumenter kan sammenføres*, som yderligere er reguleret af Kapitalmarkedslovens kapitel 17, 18, 20, 22 og 23 jf. § 3 stk. 1, nr. 3.

<sup>122</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 60

<sup>123</sup>

[https://www.fsr.dk/Faglige\\_informationer/Regnskaber/Internationalt/EU/Lettere%20adgang%20til%20borsmarkeder%20for%20SMVer](https://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Regnskaber/Internationalt/EU/Lettere%20adgang%20til%20borsmarkeder%20for%20SMVer) d. 23-03-2018

<sup>124</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 51

<sup>125</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 52

SMV'er kan, på baggrund af deres unge alder og størrelse, som nævnt have svært ved at opfylde de krav, der er til børsnoteringen på Fondsbørsen.<sup>126</sup> På baggrund af dette blevet udviklet en alternativ markedsplads, særlig tiltænkt SMV'er. Denne alternative markedsplads har lempeligere regler end hvad der er gældende for Fondsbørsen, i forhold til selve noteringsprocessen, hvor Udstederregler som gennemgået i afsnit 2.2.21 stiller specifikke krav til selve virksomheden, herunder kvalificeret ledelse, og virksomhedens alder, men ligeledes i form af de krav, der stilles til virksomheden så længe denne er børsnoteret, som ikke behandles yderligere.<sup>127</sup> Den alternative markedsplads har derfor til hensigt, at være en markedsplads for virksomheder, som ønsker at udnytte de muligheder for risikovillig kapital, der er ved kapitalmarkedet, men som ikke har muligheden for at overholde kravene til notering på det regulerede marked, Fondsbørsen.<sup>128</sup>

En børsnotering på en alternativ markedsplads er således attraktivt for SMV'er, som ønsker fordelene ved en børsnotering, uden at skulle leve op til de mange krav, der gælder for børsnotering på en fondsbørs, da en alternativ markedsplads er ikke underlagt kravene til regulerede markeder, jf. Kapitalmarkedslovens § 3 stk. 1, nr. 2.

Det betyder, at notering af en virksomhed på en alternativ markedsplads ikke automatisk udløser prospektpligt.<sup>129</sup> Prospektpligten for virksomheder, der noteres på en alternativ markedsplads udløses først, såfremt der laves et offentligt udbud af virksomhedens aktier, som overskrider 5 mio. euro jf. Kapitalmarkedslovens § 1 stk. 2 og § 10 stk. 2, hvor prospektpligten på et reguleret marked allerede indtræder, når virksomheden ønsker at optage deres aktier til handel jf. Kapitalmarkedslovens § 1 stk. 2.

Prospektpligten ved optagelse på en alternativ markedsplads afhænger således blot af, om noteringen laves som et offentligt udbud på over 5 mio. euro. Foretages der et offentlig udbud, der overstiger 5 mio. euro vil virksomheden være omfattet af prospektreglerne, som er beskrevet i afsnit 2.2.2. Medfører børsnoteringen derimod ikke et offentligt udbud med en samlet værdi på over 5 mio. euro, er virksomheden ikke forpligtet til at lave et prospekt. I en sådan situation vil virksomheden kun være omfattet af de regler<sup>130</sup>, der er udstedt af den alternative markedsplads selv, og som har hjemmel i Kapitalmarkedslovens kapitel 17.

---

<sup>126</sup> Afsnit 2.2.1

<sup>127</sup> Afsnit 2.2.1

<sup>128</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 51

<sup>129</sup> Kapitalmarkedslovens § 1 stk. 2.

<sup>130</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook 03-01-2018



Som nævnt er First North, som er drevet af Nasdaq på nuværende tidspunkt den eneste alternative markedsplads i Danmark. First North findes blandt andet også i Sverige, Norge og Finland, hvoraf First North i Sverige er den mest succesfulde af dem alle. I Sverige findes der ydermere to andre alternative markedspladser, AktieTorget og Nordic MTF.

Sommeren 2018 bliver det danske kapitalmarked udvidet med endnu en alternative markedsplads, da den svenske minibørs AktieTorget har meldt deres ankomst i Danmark.<sup>131</sup>

En børsnotering på First North er omfattet af regler, som er udstedt af First North. Dette regelsæt som kaldes Nasdaq First North Nordic RuleBook. Reglernes formål er at bevirke, at First North overholder reglerne i Kapitalmarkedslovens § 89, som pålægger *operatøren af en multilateral handelsfacilitet at sikre, at markedet drives på en betryggende og hensigtsmæssige måde, og at operatøren har klare og gennemskuelige regler, der sikre redelig og korrekt handel* jf. Kapitalmarkedslovens § 89 stk. 2, nr.1.

### 2.3.1 Krav til notering på First North og AktieTorget

I dette afsnit vil kravene til børsnotering på First North blive behandlet. Der vil ydermere blive set på de krav, der er til optagelsen på AktieTorget i Danmark, som AktieTorget vil være underlagt når de bliver registreret som en alternativ markedsplads til sommer.

De generelle betingelser til notering på First North er beskrevet i *Nasdaq First North Nordic - Rulebook af 3 januar 2018*, og for notering på AktieTorget er betingelserne beskrevet i *Noteringsmemorandum inför notering på AktieTorget Avprickningslista och riktlinjer af 13-02-2018 og Noteringsavtale*.

Først og fremmest stiller Nasdaq en række betingelser til de værdipapirer som ønskes noteret på First North, og forholdene omkring noteringen. Det er en betingelse at der skal være et tilstrækkeligt antal aktionærer, der hver især køber aktier for mindst 500 euro.<sup>132</sup> Nasdaq har ikke yderligere defineret, hvad et tilstrækkeligt antal aktionærer dækker over, men kigges der i de grundlæggende krav til notering på AktieTorget er kravet til antal aktionærer minimum 300.<sup>133</sup>

En yderligere betingelse er, at der skal være en passende spredning af aktierne, som indebærer, at mindst 10 procent af den del af aktierne, der skal handles, skal besiddes af offentligheden.<sup>134</sup>

---

<sup>131</sup> "Svensk minibørs kommer til Danmark" Børsen d. 30-11-2017

<sup>132</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 179

<sup>133</sup> Noteringsmemorandum inför notering på AktieTorget Avprickningslista och riktlinjer af 13-02-2018

<sup>134</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook, 03-01-2018 pkt. 2.2.1

Offentligheden er defineres som investorer, der direkte eller indirekte ejer mindre end 10 procent af kapitalen eller stemmerettighederne og som derfor vil betegnes som små aktionærer.<sup>135</sup>

Kravet om spredning i aktierne er således lempeligere på First North og AktieTorget, end for Fondsbørsen, hvor kravet til spredning er hele 25 procent jf. Nasdaq OMX Copenhagens Udstederregler. Spredningskravet er, ligesom ved Fondsbørsen, indført for at skabe likviditet i aktien, hvilket behandles nærmere i afsnit 3.3.2.

Andre overordnede generelle krav ved en notering på First North og AktieTorget er, at aktiekursen skal være minimum 50 Eurocent, at aktierne skal registreres elektronisk, at en ansøgning om notering af aktier til handel skal dække alle aktierne i samme klasse, såfremt aktierne er inddelt i forskellige aktieklasser, hvilket kun gælder i tilfælde, hvor virksomheden opererer med forskellige aktieklasser.<sup>136</sup> Slutteligt er det et krav at den virksomhed, der ønsker at udstede aktierne, skal have vedtægter, der fastsætter at aktierne er frit omsættelige.<sup>137</sup>

En virksomhed skal som udgangspunkt udarbejde et prospekt, når virksomheden ønsker at børsnotere sig på First North eller AktieTorget. Kravene til prospekt er beskrevet i afsnit 2.2.2, og gælder således kun for børsnotering på de alternative markedspladser, såfremt der samtidig med børsnoteringen sker et udbud af aktier til offentligheden på over 5 mio. euro. Ønsker en virksomhed ikke at være omfattet af prospektpligten, ved en børsnotering på den alternative markedspads First North eller AktieTorget, skal aktierne der udbydes til offentligheden, have en samlet værdi på under de 5 mio. euro, hvor virksomheden i stedet kan nøjes med at udarbejde en virksomhedsbeskrivelse, som beskrevet i Nasdaq RuleBook afsnit 3 og ved notering på AktieTorget, kan virksomheden nøjes med at udarbejde et noteringsmemorandum jf. *Noteringsmemorandum inför notering på AktieTorget Avprickningslista och riktlinjer*.

Til og med 1. januar 2018 har de fleste virksomheder i forbindelse med notering på First North skulle udarbejde et prospekt, da de har været underlagt reglerne om prospekter ved små udbud mellem 1-5 mio. euro jf. den nu forældede værdipapirhandelslov. Efter Kapitalmarkedslovens ikrafttrædelse d. 3 januar 2018 indtræder prospektpligten først ved udbud til offentligheden på 5 mio. euro eller

---

<sup>135</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook, 03-01-2018 pkt. 2.2.1

<sup>136</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook, 03-01-2018 pkt. 2.2.1

<sup>137</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook, 03-01-2018 pkt. 2.2.1

derover.<sup>138</sup> Det kan derfor tænkes, at der fremadrettet vil være flere virksomheder, som noteres på en enten First North eller AktieTorget, som kan nøjes med at lave en virksomhedsbeskrivelse, eller et noteringsmemorandum fremfor et prospekt, da kravet for, hvornår der skal udarbejdes et prospekt i forhold til udbuddets størrelse efter Kapitalmarkedsloven ikrafttrædelse først starter ved de 5 mio. euro.

Virksomheden skal således udarbejde en virksomhedsbeskrivelse eller et noteringsmemorandum, som skal afleveres sammen med virksomhedens ansøgningen til notering på First North eller AktieTorget, såfremt virksomheden ikke er omfattet af prospektpligten. Kravene til henholdsvis en virksomhedsbeskrivelse og et memorandum er i overordnede træk ens, hvorfor de efterfølgende vil blive behandlet under samme betegnelse - virksomhedsbeskrivelse.

En virksomhedsbeskrivelse har samme funktion som et prospekt, og skal således fungere som et informationsdokument til investorerne, som ud fra prospektet eller virksomhedsbeskrivelse skal være i stand til at foretage en kvalificeret beslutning om investering, baseret på de risici investeringen kan medfølge.<sup>139</sup> Tanken antages således at være, at investor ikke skal stilles dårligere, blot fordi noteringen ikke er omfattet af prospektreglerne.

En virksomhedsbeskrivelse skal indeholde en beskrivelse af virksomheden, herunder dennes forretningsmodel, organisationens opbygning, herunder virksomhedens medarbejdere, virksomhedens konkurrenceforhold, hvilket primært marked virksomheden opererer på, virksomhedens væsentlige risikofaktorer, og en beskrivelse af, hvorfor virksomheden ønsker at lade sig notere.<sup>140</sup>

Virksomheden skal vedlægge årsrapport eller årsregnskab for de sidste to år, hvilket sætter krav til at virksomheden, som minimum har eksisteret i to år. Virksomheden skal ligeledes redegøre for dens økonomiske udvikling de sidste to år.

Dette krav skitserer en vigtig forskel mellem notering på Fondsbørsen og First North. En notering på Fondsbørsen forudsætter jf. Udstederreglerne, at virksomheden skal have aflagt tre årsregnskab, for at kunne blive børsnoteret, hvor First North kun kræver to årsregnskaber. Alene af denne grund vil det eksempelvis ikke have været muligt for SMV-virksomheden Happy Helper A/S, som blev børsnoteret på First North 26. maj 2018, at blive børsnoteret på Fondsbørsen, da Happy Helper kun har aflagt årsregnskab i to på hinanden følgende år.<sup>141</sup>

---

<sup>138</sup> Kapitalmarkedslovens § 1 stk. 2

<sup>139</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 180

<sup>140</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook, 03-01-2018 pkt. 3

<sup>141</sup> <https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=virksomhed&id=36711515&soeg=Happy%20helper&type=Alle>

I virksomhedsbeskrivelsen kræves det yderligere, at virksomheden fremlægger deres seneste regnskabsrapport og en beskrivelse af virksomhedens bestyrelse, samt virksomhedens ledelse. Hvor der i Udstederreglerne for Fondsbørsen stilles krav til, at virksomhedens bestyrelse såvel som virksomhedens ledelse, skal besidde fornødne kvalifikationer forud for en børsnotering, ses der ikke et lignende krav ved notering på First North. I virksomhedsbeskrivelsen skal bestyrelsen og ledelsen blot beskrives.<sup>142</sup>

At der ikke er krav til ledelsens kompetencer og kvalifikationer kan fremstå som et lempeligere krav for virksomheden, der kan have svært ved at finde den slags medarbejdere, på baggrund af deres størrelse og økonomi.

Virksomhedsbeskrivelsen skal indeholde oplysninger om historisk eller igangværende konkurs -, likvidations - eller lignende procedurer samt sviglignende domme, eller igangværende retssager, hvor en person i virksomheden ledelse og/eller bestyrelse har været eller er involveret.<sup>143</sup> Virksomheden skal ligeledes oplyse om andre relevante oplysninger omkring skat eller retssager. Alle de omtalte oplysninger, som skal fremgå af virksomhedsbeskrivelsen, minder i høj grad om de krav der stilles til indholdet af registreringsbeviset i et prospekt jf. afsnit 2.2.2.1

Virksomhedsbeskrivelsen skal ydermere indeholde en beskrivelse af virksomhedens væsentlige kontrakter, og eventuelle patenter som virksomheden måtte have, en beskrivelse af ejerstrukturen i virksomheden. Det skal ligeledes oplyses såfremt bestyrelsesmedlemmer, ledende medarbejdere eller virksomhedens Certified Adviser besidder aktier i virksomheden.<sup>144</sup>

Såfremt det haves, skal virksomheden beskrive deres aktiebaserede incitamentsprogrammer, samt udarbejde en beskrivelse af transaktioner med personer, med ledelsesmæssige ansvar i virksomheden, bestyrelsesmedlemmer, tilknyttede virksomheder til sådanne personer, større ejere eller en anden virksomhed inden for samme koncern som virksomheden, som virksomheden måtte have.

I virksomhedsbeskrivelsen skal datoen for den første årlige generalforsamling efter ansøgning til notering fremgå. Det samme gør sig gældende for datoen for første offentliggørelse af de reviderede eller ikke reviderede årlige indtjeningstal eller halvårsrapport efter ansøgningen.<sup>145</sup>

---

<sup>142</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook, 03-01-2018 pkt. 3.2 (IV)

<sup>143</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook, 03-01-2018 pkt. 3.2 (V)

<sup>144</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook, 03-01-2018 pkt. 3.2 (VI)

<sup>145</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook, 03-01-2018 pkt. 3.2

Virksomheden skal vedlægge alle relevante oplysninger om de finansielle instrumenter, der skal handles, herunder virksomhedens vedtægter, oplysninger om aktiekapital og opdeling efter aktieklasser. Såfremt virksomheden ikke har dokumenteret indtjeningskapacitet, skal der foreligge en forklaring på, hvorvidt virksomheden har tilstrækkelige finansielle ressourcer til rådighed for at kunne gennemføre den planlagte forretning i mindst tolv måneder efter den første handelsdag.

Det skal også fremgå, hvornår virksomheden forventes at være rentabel og hvordan virksomheden agter at finansiere sin drift indtil videre.

Virksomhedsbeskrivelsen skal ligeledes indeholde en erklæring, hvor virksomhedens bestyrelse og direktion erklærer, at virksomhedsbeskrivelsen efter deres overbevisning er korrekt, samt at den indeholder de fornødne oplysninger og lign.<sup>146</sup>

Udover en erklæring, skal virksomhedsbeskrivelsen indeholde en ansvarsfraskrivelse på vegne af First North, i form af en standard tekst udarbejdet af First North, som skal bringes på forsiden af virksomhedsbeskrivelsen.<sup>147</sup>

Kravene til virksomhedsbeskrivelsen, som fremgår af First North Rulebook, er stort set identiske med de krav, der findes i prospektreglerne. Hvor prospektreglerne dog består af en del forskellige regelsæt, fremgår alle krav, der er til virksomhedsbeskrivelsen, i et samlet regelsæt, som i øvrigt kun udgør 2 sider.<sup>148</sup> Der er ikke udstedt retningslinjer vedrørende udarbejdelsen af virksomhedsbeskrivelsen, og de enkelte krav, som fremgår af kapitel 3 i Rulebook, er ikke fulgt op med supplerende krav til, hvordan eller hvor meget f.eks. virksomhedens risikofaktorer skal beskrives.

Dette kan have en negativ betydning i forhold til udarbejdelsen af virksomhedsbeskrivelsen, da virksomheden eller nærmere virksomhedens rådgiver, vil have en tendens til at udarbejde virksomhedsbeskrivelsen, som et prospekt, hvilket ikke er formålet med virksomhedsbeskrivelsen.<sup>149</sup>

Virksomhedsbeskrivelse skulle gerne fremstå som en lempeligere løsning for virksomheden, sammenlignet med et prospekt, da First North og AktieTorget er tiltænkt SMV-virksomheder, med færre ressourcer, og som rejser mindre beløb end virksomheder på Fondsbørsen.

---

<sup>146</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook, 03-01-2018 pkt. 3.3. og Appendix G

<sup>147</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook, 03-01-2018 appendix G

<sup>148</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook, 03-01-2018 s. 9 og 10

<sup>149</sup> Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018 s. 22

Som eksempel kan nævnes den danske virksomhed Agillic A/S, som blev børsnoteret på First North i marts 2018. Udbuddet faldt under tærskelværdien på de 5 mio. euro, og Agillic fik derfor udarbejdet en virksomhedsbeskrivelse, i stedet for et prospekt. Agillics virksomhedsbeskrivelse var hele 99 sider langt, og mindede i høj grad i et prospekt, hvilket understreget behovet for supplerende vejledning eller retningslinjer omkring virksomhedsbeskrivelsen. Såfremt en virksomhed og dennes rådgivere ikke er bekendt med, hvor "lidt" de kan nøjes med at skrive i en virksomhedsbeskrivelse, vil de blot udarbejde virksomhedsbeskrivelsen ligesom et prospekt.<sup>150</sup> Formålet med tærskelværdien for prospekter er lige præcis, at mindre noteringer skal være forbundet med lempeligere krav jf. afsnit 2.2.2.1.

Såfremt virksomhedsbeskrivelser fremadrettet vil blive udarbejdet i stil med prospekter, vil den eneste fordel ved en virksomhedsbeskrivelse, sammenlignet med et prospekt, være at virksomhedsbeskrivelsen kun skal godkendes af Nasdaq, fremfor et prospekt, som skal godkendes af Finanstilsynet.<sup>151</sup>

Selve processen for godkendelsen af virksomhedsbeskrivelsen kan derfor opleves som en lettere og hurtigere proces end ved prospekter.<sup>152</sup>

AktieTorget har, modsat First North, i *Noteringsmemorandum inför notering på AktieTorget Avprickningslista och riktlinjer* udarbejdet i vejledning, i form af en skabelon, til memorandum, som skal hjælpe virksomhederne med udarbejdelsen af dette, hvor punkterne let kan udfyldes direkte i skabelonen, og hvor der vejledning til udfyldning fremgår direkte af skabelonen. En sådan vejledning og skabelon vil kunne bidrage til forståelse af, hvordan en virksomhedsbeskrivelse er tænkt udarbejdet, og vil kunne betyde at virksomhedens rådgivere får udarbejdet en virksomhedsbeskrivelse, som er kortere og mere specifik end et prospekt.

---

<sup>150</sup> Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018 s. 22

<sup>151</sup> Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik - Børs - og kapitalmarkedsret (2012) s. 336

<sup>152</sup> Børsnotering i Danmark, DLA Piper (2017), s. 82

## 2.4 Investorerens rammevilkår

Indtil nu er Prospektreglerne og reglerne for notering på First North og AktieTorget blevet behandlet, da de udgør det overordnede regelsæt, som danner rammevilkårene for en børsnotering i Danmark.

Det er dog ikke kun reglerne for selve noteringen, der kan have en betydning i forhold til om virksomhed anser en børsnotering, som en attraktiv, f.eks. i forhold til kapitalfremskaffelse.

Hvorvidt virksomhederne ønsker at lade sig børsnotere, afhænger ligeledes af, om der er aftagere til de udbudte værdipapirer. Jo flere aftagere - investorer, som efterspørger denne form for investeringer, jo mere attraktivt vil det være for virksomhederne at blive børsnoteret.<sup>153</sup> Det er kan derfor relevant at se på de retsregler, som kan påvirke investorernes incitament til at investere, og dermed potentielt kan påvirke mængden af investorer, for at undersøge om disse regler, kan være en af årsagerne til de få børsnoteringer i Danmark.

Det er tidligere nævnt at Sverige har langt flere børsnoteringer af SMV'er end Danmark. I dette afsnit vil der derfor ligeledes blive set lidt på den tilsvarende svenske lovgivning, som kan bidrage til en forklaring på, hvorfor der ses en større kreds af investorer, der er aktive i investeringer af SMV'er i Sverige.

Skattesystemet kan spille en stor rolle for især privatinvestorerens interesse for investeringer. Overordnet set er beskatning af personers aktieindkomst i Danmark et af de højeste i verden, og langt højere end hos vores naboland Sverige.<sup>154</sup> I Sverige har de ligeledes indrettet deres skattesystem anderledes end i Danmark, da de har en ordning, som gør det lettere og mere attraktivt for privatpersoner at investere, en såkaldt investeringssparkonto.<sup>155</sup> Nedenfor vil de danske regler for aktieavancebeskatning blive analyseret, og sammenlignet med de svenske, for at undersøge, om de danske skatteregler, kan have en betydning for antallet af børsnoteringer i Danmark.

Den nye aftale om en dansk udgave af den svenske investeringssparkonto, aktiesparekontoen, vil ligeledes blive behandlet, og sammenlignet med den svenske, for at se, hvilke muligheder en sådan ordning giver.

---

<sup>153</sup> Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital - Axcelfuture, april 2016 s. 33

<sup>154</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014) s. 14

<sup>155</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014) s. 21

### 2.4.1 Aktieavancebeskatning

I juni 2014 udkom Nasdaq OMX Copenhagen med en rapport “anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst”, som gennemgår en række forhold, som menes at være en hindring for vækst på det danske børsmarked.

Et af de forhold, som bliver bemærket i rapporten er den danske beskatning af privatpersoner. Som privat aktionær i Danmark findes der generelt et langt højere beskatningsniveau end i de fleste andre europæiske lande.<sup>156</sup>

Der vil i dette afsnit foretages en behandling af de gældende regler for beskatning af aktionærer. Disse regler vil blive sammenlignet med de skatteregler, der gælder for aktionærer i Sverige, for at give et indblik i de forskelle, der måtte være.

Beskatning af aktionærers aktieavancer i Danmark er reguleret af lov nr. 1148 af 29/08/2016 om den skattemæssige behandling af gevinst og tab ved afståelse af aktier mv. herefter kaldet Aktieavancebeskatningsloven.

For privatpersoner gælder det, at en gevinst eller et tab, ved afståelse af en aktie, skal medregnes i opgørelsen af den skattepligtige indkomst jf. Aktieavancebeskatningslovens §§ 12, 13 og 13A og beskattes som aktieindkomst jf. Personskattelovens § 4 a.<sup>157</sup>

Beskatning af gevinst ved afståelse af aktier jf. Aktieavancebeskatningslovens § 12 omhandler gevinst ved afståelse af alle aktier, uanset om det er aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked, og aktier som ikke er optaget til handel på et reguleret marked. Gevinst ved afståelse af aktier på Fondsbørsen og First North beskattes således ens.

Skattesatserne for aktieindkomst er reguleret af Personskattelovens § 8 a. Her gælder at en aktieindkomst som udgør maksimalt 52.900 kr. beskattes med 27 procent, og aktieindkomst, der overstiger 52.900 kr. beskattes med 42 procent.<sup>158</sup> At gevinst beskattes med forskelligt skatteprocenter alt efter, hvor meget investor investerer for, kan virke være uigennemsigtigt og forvirrende for investor.

At det er gevinsten ved afståelsen af aktie, der beskattes betyder, at gevinsten først beskattes når aktien afstås, således at investor først beskattes, når gevinsten er realiseret. En stigning i aktiekursen, på en aktie, som investor fortsat ejer, har dermed ikke nogen skattemæssig betydning for investor, så længe aktien ikke afstås.

---

<sup>156</sup> “Danmark har den 3. højeste skat på aktieindkomst blandt OECD-lande, www.cepos.dk, 04-09-2017

<sup>157</sup> Michelsen, Askholt, Bolander, Engsig, Madsen, Laursen og Jeppesen - Lærebog om indkomstskat s. 181

<sup>158</sup> Personbeskatning - satser og beløbsgrænser- <https://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=2035568>



Hvor der for gevinst ved afståelsen af en aktie ikke bliver skelnet mellem, om aktien er optaget til handel på et reguleret marked eller ej, er det anderledes, hvordan tab ved afståelse af en aktie behandles. Om tab ved afståelse af en aktie kan modregnes afhænger således af, om aktierne er optaget til handel på et reguleret marked eller ej. Det betyder, at der for privatpersoner vil være en forskel på, hvordan opgørelsen af tab på aktier behandles, alt afhængig af, om der er tale om aktier, der er optaget til handel på First North eller AktieTorget, eller aktier, der er optaget til handel på Fondsbørsen. Før 2010 var der i loven brugt definitionen børsnoterede eller unoterede aktier,<sup>159</sup> hvilket nu er ændret til reguleret markeder, eller ikke reguleret markeder jf. den finansielle lovgivning, herunder Kapitalmarkedsloven.<sup>160</sup> Som tidligere nævnt er de alternative markedspladser, ikke er omfattet af definitionen af et reguleret marked, hvorfor tab ved afståelse af aktier behandles forskelligt.

For aktier der ikke er optaget til handel på et reguleret marked, og dermed eksempelvis aktier på First North, er tab reguleret af lovens § 13. Hovedreglen er, at tab kan fradrages ved opgørelse af skattepligtig indkomst.<sup>161</sup>

Et eventuelt tab vil således blive fradraget i aktieindkomsten jf. Personskattelovens § 4 a, stk. 1, nr. 4. Såfremt den samlede aktieindkomst er negativ, beregnes der en negativ skat, baseret på de samme procentsatser, som hvis aktieindkomsten havde været positiv jf. Personskattelovens § 8 a, stk. 5 og 6. Af Personskattelovens § 8 a fremgår det, at negativ aktieindkomst, eller tab modregnes i de pågældende skattesatser i forhold til om beløbet er over eller under 52.900 kr, og en samlet negativ skat på aktier, kan således fradrages i anden skattepligtig indkomst. Et realiseret tab på aktier kan fradrages direkte i det år, hvor aktierne er solgt.

For aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked er tab på disse reguleret af Aktieavancebeskatningslovens § 13 A. Tab på afståelse af sådanne aktier kan fradrages i gevinst af tilsvarende aktier, hvilket betyder fradrag i den samlede sum af udbytter inklusiv afståelsessummer som er omfattet af Ligningslovens § 16 B, samt skattepligtige gevinst jf. Aktieavancebeskatningslovens § 12. Tab på aktier kan kun fradrages i gevinster, udbytte o. lign. der er aktieindkomst jf. Personskattelovens § 4 a, jf. Aktieavancebeskatningslovens § 13 A stk.1. Der

---

<sup>159</sup> Aktier noteret på First North er børsnoterede aktier, men ikke aktier der er optaget på et reguleret marked

<sup>160</sup> Banner-Voigt, Erik og Underbjerg Poulsen, Preben - Aktieavancebeskatning (2013) s. 50

<sup>161</sup> Michelsen, Askholt, Bolander, Engsig, Madsen, Laursen og Jeppesen - Lærebog om indkomstskat (2015) s. 597

kan kun modregnes i aktier, hvor en gevinst er reguleret af Aktieavancebeskatningslovens § 12. Der er tale om en kildeartsbegrænsning af tab, da tabet på en aktie kun kan fradrages i gevinster på andre aktier.

Ydermere er fradrag for tab på aktier noteret på et reguleret marked, betinget af, at SKAT har modtaget information om erhvervelsen af disse aktier jf. Aktieavancebeskatningslovens § 14.

Et tab på en aktie, der er noteret på Fondsbørsen, kan således ikke fradrages i en eventuel gevinst på en aktie, som er noteret på First North, hvilket vil betyde at en privat investor, som har været vant til at investere i aktier, som er noteret på Fondsbørsen, vil opleve at køb af aktier noteret på First North, skal behandles anderledes.

I Sverige skal fysiske personers skat på kapitalindkomst beregnes af overskuddet af indkomst på kapital jf. Indkomstskattelag (1999/1229) kapitel 1 § 6.

For fysiske personer gælder at en kapitalgevinst beskattes med en flad skat på 30 procent jf. kapitel 65 § 7. Det er således en skatteprocent, der er uafhængig af, hvor store beløb, der investeres for. Her ses, at svenskerne beskattes med 30 procent uanset, hvor mange penge der investeres for.

Kapitaltab er nærmere reguleret i lovens kapitel 44-54. Kapitaltab på aktier, noteret på et reguleret marked kan som udgangspunkt fradrages hundrede procent i kapitalgevinsten jf. Indkomstskattelag kapitel 48 § 20, som ligeledes også gælder for tab på aktier på et ikke reguleret marked jf. kapitel 48 § 23.

En svensk investor vil således kunne behandle tab på aktier noteret på den svenske fondsbørs og First North Stockholm, samt AktieTorget ens. Et simpelt og mere overskueligt skattesystem, med en lavere skatteprocent som det ses i Sverige, kan være en af årsagerne til, at der i Sverige ses langt flere private investorer, der er aktive på de alternative markedspladser.<sup>162</sup> Såfremt en investor, der normalt investerer i aktier noteret på Fondsbørsen, skal forholde sig til et andet regelsæt ved investeringer foretaget på First North, kan det betyde, at investoren afholder sig fra at foretage sådanne investeringer, da det kan virke uoverskueligt at sætte sig ind i et nyt sæt regler.

Tilsvarende vil være for en investor, som aldrig har investeret før, som skal forholde sig til, at beskattningen af aktier behandles forskelligt alt efter, hvilke aktier der investeres i.

---

<sup>162</sup> "Investorerne (og samfundet) vil tjene på forenkling og lavere skat på aktieavancer", [www.finans.dk](http://www.finans.dk), 01-05-2017

En høj beskatning vil ligeledes betyde at investors endelig payoff ved en investering mindskes, og en lavere beskatning, der vil betyde højere payoff, vil således være mere attraktivt for investorer, og vil kunne betyde at incitamentet til at foretage investeringer i aktier vil stige.

## 2.4.2 Aktiesparekonto

I september 2017 fremlagde regeringen deres erhvervs - og iværksætterudspil, som blandt andet indeholdte forslaget om en dansk Aktiesparekonto. Et konkret lovforslag vedrørende aktiesparekontoen er endnu ikke fremsat, men der blev d. 12 november 2017 indgået en politisk aftale med regeringen, Dansk Folkeparti og Det Radikale Venstre, som skal sikre en indførelse af en aktiesparekonto i Danmark, som forventes at træde i kraft i januar 2019.<sup>163</sup>

Initiativet til en aktiesparekonto er inspireret fra Sverige, hvor der i 2012 blev introduceret en såkaldt Investeringssparkonto.<sup>164</sup> Den svenske version af en aktiesparekonto går ud på, at en privatperson, kan indsætte et beløb på en konto, hvorfra personen kan handle aktier med noterede aktier og aktiebaserede investeringsbeviser.<sup>165</sup> Ideen er, at en aktiesparekonto vil have en lavere gennemsnitlig beskatning af afkast, end hvad der er gældende for almindelig aktieindkomstbeskatning. I regeringens oprindelige udspil fra september 2017 blev det foreslået, at depotværdien på aktiesparekontoen beskattes med 1,25 procent, og at loftet på kontoen skulle være 500.000 DKK, således at der kan indsættes penge på kontoen, så længe saldoen er under loftet på de 500.000 DKK.<sup>166</sup>

Den politiske aftale der blev indgået i november 2017, sætter dog nogle lidt andre rammer for aktiesparekontoen, end den udgave, der oprindeligt blev foreslået af regeringen i september.

Beskatningen af aktiesparekontoen bliver anderledes end det oprindelige forslag, og af aftalen fremgår det, at aktiesparekontoen vil blive beskattes med 17 procent af afkastet efter lagerprincippet.<sup>167</sup>

---

<sup>163</sup> Lovforslag skal styrke aktie- og iværksætterkultur - DLA Piper, 15-02-2018.

<sup>164</sup> Regerings erhvervs - og iværksætterudspil - sammen om fremtidens virksomheder 30-08-2017

<sup>165</sup> "Sådan fungerer den svenske investeringsparkonto", Jørn Nielsen og Jakob Petersen, Dansk Aktionærforening, 09-12-2016

<sup>166</sup> Regerings erhvervs - og iværksætterudspil - sammen om fremtidens virksomheder 30-08-2017

<sup>167</sup> Aftale om erhvervs - og iværksætterinitiativer 12-11-2017

Lagerbeskatning betyder, at ikke realiserede gevinster beskattes, så en stigning i en aktie, som stadig ejes af investor, og dermed ikke er solgt, beskattes. Dette er modsat reglerne om aktieavancebeskatning, hvor gevinst af en aktie, først beskattes, når gevinsten er realiseret.<sup>168</sup>

En værdiforøgelse af kontoen beskattes således, og tab kan fremføres, så et tab kan blive modregnet i fremtidig gevinster. Denne beskatning minder om den beskatning, der findes på afkast af pensionsmidler, som dog har en lavere skattesats på 15,3 procent.

At aktiesparekontoen skal beskattes som lagerbeskatning er modsat det, der i Nasdaqs "Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst" fra 2014 blev fremhævet som værende en af fordelene ved en indføring af en dansk aktiesparekonto. Rapporten fremhæver, at en af de helt store fordele som ses ved den svenske Investeringsparekonto, er at kontoen har en fast årlig skatteberegning, således at investor ikke skal spekulere i realisationstidspunktet. Denne model for aktiesparekontoen betyder at skatten svares automatisk, og gør skattereglerne simplere for investor, men er altså lige præcis det modsatte af den danske udgave, der blev vedtaget i november 2017.

Beløbsgrænsen på aktiesparekontoen starter på 50.000 DKK i år 2019, og stiger med 50.000 DKK pr. år til og med 2022, hvor loftet når 200.000 DKK.<sup>169</sup> Således ses der en markant forskel på regeringens oprindeligt forslag, hvor en beløbsgrænse på 500.000 DKK blev foreslået, og den endelige indgåede aftale - både hvad angår beskatningen og loftet på kontoen.

Dog må det bemærkes at selvom den endelige aftale er langt fra det fremsatte forslag, kan aktiesparekontoen betyde en lempelse af skattesatsen, for en investor, som investerer 50.000 DKK, som jf. afsnit 2.4.1, bliver beskattes med 27 procent af gevinsten.

Lagerbeskatning som beskatningsform, medfører, at investor beskattes af stigning i aktiekursen, uden at denne gevinst er blevet realiseret, kan være mindre gunstigt for investor end hvad der er tilfældet fra den aktiebeskatning, der ses i Danmark i dag, hvor skatten først beregnes, når aktien er solgt med en gevinst, og hvor det er investor, uvedkommende om aktien løbende stiger i perioden, hvor aktien ejes.

---

<sup>168</sup> Gevinst på en aktie er realiseret, når aktien sælges

<sup>169</sup> Aftale om erhvervs- og iværksætterinitiativer 12-11-2017

Umiddelbart synes det, at ideen med en aktiesparekonto burde være, at kontoen skal gøre det lettere og mere attraktivt for privatpersoner at foretage investeringer i børsnoterede aktier.

En udgave af en aktiesparekonto, hvor investor kan sælge aktier, og købe nye, uden at blive beskattet før pengene blev ført ud af aktiesparekontoen, eller hvor der beregnes en fast lav årlig beskatning af indestående på kontoen, virker umiddelbart som en simplere og mere attraktiv metode, såfremt formålet er at vække privatpersoners interesse for investeringer ved brugen af den nye aktiesparekonto.

Dog vil brugen af kontoen betyde, at alle aktier behandles ens, hvilket er modsat tilfældet ved den almindelig aktieavancebeskatning, hvor tab behandles forskelligt, på baggrund af, om aktierne er optaget på et reguleret marked eller ej. Aktiekontoen eliminerer således det merarbejde, den uklarhed og forvirring, der kan forekomme, når beskatning af aktier behandles forskelligt alt efter om aktierne er optaget til handel på et reguleret marked eller ej.<sup>170</sup>

I den svenske Investeringsparkonto bliver skatten beregnet, ligesom det oprindeligt var foreslået i den danske aktiesparekonto, og således anderledes end den aktiesparekonto, der er blevet vedtaget.<sup>171</sup>

I den svenske Investeringsparkonto beskattes gevinst af investeringerne ikke, uagtet om disse gevinster er realiseret eller ej. Tilsvarende er der heller ikke mulighed for at fradrage eventuelle tab. Alt hvad der er indestående på investeringsparkontoen beskattes derimod som formueskat, hvilket i praksis betyder, at der betales skat en gang om året af en procentdel af det samlede indestående beløb på kontoen<sup>172</sup> De konkrete regler findes i Inkomstskattelag (1999/1229) § 35-42.

Kontoen beskattes med almindelig aktieskattesats, som i Sverige er på 30 procent, men de 30 procent skat betales kun af en lille procentdel af det beløb, som indestår på investeringsparkontoen.<sup>173</sup> Procentdelen beregnes på baggrund af den svenske statslånerente, som den var fra ultimo november året før, plus 0,75 procentpoint. D. 1. januar 2016 blev der indført et minimum, således at procentdelen, der bliver beskattet minimum udgør 1,25 procent. I perioden 2012-2015 har beskatningsprocentdelen maksimum udgjort 2,09.<sup>174</sup>

---

<sup>170</sup> Afsnit 2.4.1

<sup>171</sup> Inkomstskattelag (1999/1229) § 35-42

<sup>172</sup> Sådan fungerer den svenske investeringsparkonto”, Jørn Nielsen og Jakob Petersen, Dansk Aktionærforening, 09-12-2016

<sup>173</sup> Sådan fungerer den svenske investeringsparkonto”, Jørn Nielsen og Jakob Petersen, Dansk Aktionærforening, 09-12-2016

<sup>174</sup> Sådan fungerer den svenske investeringsparkonto”, Jørn Nielsen og Jakob Petersen, Dansk Aktionærforening, 09-12-2016

Således beskattes kun mellem 1,25-2,09 procent af det indestående med 30 procent, uanset om der er tale om en faktisk avance eller ej.

Det minder om det, der oprindeligt blev foreslået af regeringen, men ikke hvad der er blevet endeligt aftalt. I den danske udgave falder beskatningen først når der er tale om en avance, dog gælder det også for ikke realiserede avancer.

Nedenfor opstilles et konkret simplificeret eksempel, for at illustrere forskellen på beskatning af den danske og svenske aktiesparekonto:

Den svenske investeringsparkonto: Lad os antage at den procent, som beskattes udgør 1,25 procent, hvilket var skatteprocenten for 2017,<sup>175</sup> og at der står 50.000 DKK på kontoen.

30 procent skat af 1,25 procent af 50.000 DKK:

1,25 procent af 50.000 DKK er 625 DKK, og 30 procent skat af dette er lig 187,5 DKK

Den danske aktiesparekonto: Lad os antage af beløbet på kontoen er 50.000 DKK, og at avancen er ni procent.<sup>176</sup> Avancen udgør 4500 DKK, og beskatning er således 17 procent af 4500 DKK. Skatten der skal betales: 765 DKK.

Som det ses er beskatningen lavere i den svenske model. Der kan yderligere argumenteres for, at det svenske system med en fast beskatning er lettere at administreres for den person, som har en investeringssparkonto. Omvendt vil skatten svinge fra år til år, da den afhænger af den svenske statslånerente.

En anden og ret væsentlig forskel på den danske aktiesparekonto og svenske udgave af aktiesparekontoen er, at der i den svenske investeringssparkonto ikke er en begrænsning på, hvor meget en privatperson må indsætte på kontoen, og dermed ikke et maksimum beløb, der kan investeres for gennem kontoen jf. Lag om investeringssparkonti SFS 2001:1268.

I det danske forslag løb loftet på 500.000 DKK, men i den endelige aftale er loftet endt på 50.000 DKK, og det er stadig uvist om loftet hæves hvert år. Der kan derfor sættes spørgsmålstejn ved, om den danske aktiesparekonto for alvor vil sætte gang i investeringerne hos privatpersoner, da der er tale om en begrænsning af volumen af investeringer, samt en høj beskatning af avancer.

---

<sup>175</sup> Investeringsparkonto,

<https://www.skatteverket.se/privat/skatter/vardepapper/investeringsparkontoisk.4.5fc8c94513259a4ba1d800037851.html>

<sup>176</sup> Gennemsnitligt årligt afkast på det svenske aktiemarked siden 2001

Netop ideen med en aktiesparekonto burde være, at investor løbende kunne foretage køb og salg af aktier, og først blive beskattet når pengene blev ført ud af kontoen. En beskatning af et salg af en aktie, som bruges til køb af en ny aktie, vil blot være lig den almindelig aktieavancebeskatning, hvorfor der kan stilles spørgsmålstejn ved, om kontoen anses for værende attraktiv for privatpersoner. Med beløbsgrænsen på 50.000 DKK, vil investor dog opleve at beskatning ved brug af aktiesparekontoen vil være lavere end, hvis investor blot investerede for 50.000 DKK uden om kontoen, da en sådan avance vil blive beskattet med 27 procent, imod en beskatning på 17 procent på aktiesparekontoen.

Jf. cheføkonomen hos Cepos<sup>177</sup> er flere ordninger, herunder en aktiesparekontoen, ikke en løsning på problemet med for få gang i investeringerne hos privatpersoner. Han mener derimod, at det overvejende er skatteprocenten, der skal være lavere. Dette argument kan bakkes op, når der ses på beskatningsreglerne for aktiesparekontoen med lagerbeskatning, som for en privat investor kan virke uoverskuelige, og ikke går i tråd med hele ideen om en sådan konto.

Som det ses både i forhold til Aktiesparekontoen, og ved aktieavancebeskatningen er det generelle billede, at reglerne i Sverige er simple, og mere gennemskuelige, samt at skatten på både den svenske Investeringsparekonto, og den svenske aktieavancebeskatning er en del lavere end, hvad der er tilfældet i Danmark.

Hvorvidt de særlige ordninger som f.eks. Aktiesparekontoen er løsningen på, hvordan Danmark får flere privatpersoner til at investerer i SMV'er, og i aktier generelt, er ikke overbevisende, men det er klart, at der tegner sig et billede af, at der i et system med enklere regler, og lavere beskatning foretages langt flere af denne slags investeringer hos privatpersoner.

---

<sup>177</sup> Mads Lundbye Hansen i - danskerne får en skrabet aktiesparekonto... Finans.dk, 12-11-2017

## 2.5 Juridisk delkonklusion

Ud fra den ovenstående analyse kan det udledes at en virksomhed, som skal børsnoteres skal opfylde visse betingelser, før børsnotering kan finde sted. Udstederreglerne, som er hjemlet i kapitalmarkedslovens §§ 75 og 76, udstedt af operatøren af markedet, Nasdaq OMX Copenhagen, fastlægger krav som en virksomhed skal opfylde før aktierne kan optages på den danske fondsbørs. Udstederreglernes mange krav kan være svære for en SMV'er at opfylde pga. virksomhedens manglende ressourcer og kapital, hvorfor en sådan virksomhed kan lade sig børsnotere på First North, som er designet til denne størrelse af virksomheder.

Prospektpligten indtræder på det øjeblik virksomhedens værdipapirer optages til handel på et reguleret marked eller det offentlige udbud overstiger beløbsgrænsen på 5 mio. euro, hvor prospektpligten på First North kun indtræder ved sidstnævnte. Kravene til indholdet i prospektet er omfattende. Specielt for SMV'er kan disse krav virke uforholdsmæssige store og uoverskuelige i forhold til de ressourcer og den kapital som en mindre virksomhed har i forhold til de større virksomheder noteret på fondsbørsen. I praksis ses det at prospekterne ofte bliver meget lange og nærmere tager form af en ansvarsfraskrivelse fra virksomhedens side fremfor et informationsdokument til gavn for investorerne. Udsigterne for en SMV'ers udarbejdelse af prospekterne kan derfor fremstå som omstændige og uforholdsmæssige i forhold til virksomhedens kompetencer og ressourcer og i forhold til den mængde kapital som ønskes rejst, og hvilken kan afholde virksomheden fra, at lade sig børsnotere på det danske børsmarked.

Den nye prospektforordnings formål er, at det skal være mindre omkostningstungt for virksomheder at rejse kapital gennem en børsnotering ved, at kravene til prospektets omfang afhænger mere af virksomhedens størrelse og typen af udbuddet. På baggrund af analysen synes den nye prospektforordning ikke at tilføre mange ændringer til prospektets indhold, hvorfor der fortsat synes at være et behov for en betydelig ændring af den måde, hvorpå prospekter i praksis bliver udarbejdet. Et EU-vækstmarked, som første gang blev introduceret i MiFID II, kan muligvis være en løsning på den byrdefulde proces der kan være forbundet med prospektpligten for SMV'erne. Gennem EU-vækstmarkedet kan SMV'erne i stedet udarbejde et EU-vækstprospekt, som er tilpasset SMV'erne og som antages at være betydelig lempeligere krav end ved de almindelige prospekter. Disse EU-vækstmarkeder er endnu ikke blevet implementeret hvorfor det endnu er



usikkert hvorvidt disse EU-vækstprospekter kan påvirke SMV'ernes manglende børsnotering i Danmark til det bedre.

På First North er der et krav om, at virksomheden skal udarbejde en virksomhedsbeskrivelse, såfremt et offentligt udbud falder under grænseværdien på 5 mio. euro.

Formålet med virksomhedsbeskrivelsen synes at være lempeligere krav end ved prospektet, dog ses det i praksis, at virksomhederne, der udarbejder virksomhedsbeskrivelserne dog stadig bliver meget lange og bærer præg af samme format som et prospekt. De fordele der skulle være ved en virksomhedsbeskrivelse synes derfor ubetydelige, og på den måde er disse virksomhedsbeskrivelser ej heller med til at gøre børsmarkedet for SMV'er mere attraktivt.

Hvorvidt det er attraktivt for SMV'er at lade sig børsnotere på de danske børsmarked afhænger også af om der er nok investorer, der er villige til at investere i SMV'erne. Det høje danske beskatningsniveau, i forhold til eksempelvis Sverige, har stor betydning for investorenes investeringsniveau. I Sverige ses der et betydeligt mere attraktivt børsmarked for børsnotering af SMV'er. Beskatningen af investeringer i Sverige er betydelig lavere end i Danmark, hvorfor en lavere beskatning muligvis vil kunne øge incitamentet til at investere. Derudover har de i Sverige også en investeringssparkonto, som gør det lettere at administrere sine investeringer og som har betydelige skattemæssige fordele i forhold til investeringer, som Danmark har fundet inspiration i, for at forsøge at hæve investeringsniveauet. Den danske aktiesparekonto bliver dog noget anderledes end som den ses i Sverige, hvorfor aktiesparekontoens betydning for investeringsniveauet er fortsat uvist.

### 3. Kapitel: Økonomisk analyse

Formålet med den økonomiske analyse er at undersøge, hvad der kan være årsag til, at danske SMV'er ikke lader sig børsnotere i samme stil, som det f.eks. ses i Sverige. Dette gøres ved at analysere de forskellige faktorer, der kan være medvirkende til, at børsnotering på First North ikke anses, som en attraktiv måde for danske SMV'er at fremskaffe kapital på.

#### 3.1 Investeringer

En investering i aktier i en børsnoteret virksomhed er et medejerskab af virksomheden med en begrænset hæftelse.<sup>178</sup> Når en investor vælger at investere i aktier betyder det, at investoren som medejer i virksomheden enten kan få en gevinst af sin investering i form af et afkast, hvis det går godt for virksomheden, men det kan samtidig også betyde, at investor risikere et tab, hvis det går dårligt for den virksomhed, hvori der er foretaget investering. Som medejer i en virksomhed, der børsnoteres, medfører en investering en begrænset risiko, da investor ikke kan tabe mere end, hvad der er investeret i virksomheden.

Ved en børsnotering opstår der et såkaldt principal-agent-forhold mellem investorerne og den virksomhed, som ønsker at børsnotere sig.<sup>179</sup> Ved børsnoteringen af en virksomhed opstår der asymmetrisk information og en interessekonflikt mellem principalen, som er investorerne, og agenten som er virksomheden og dennes rådgivere. Denne asymmetriske information og interessekonflikt opstår ved, at principalen ønsker, at den investering, som skal foretages i virksomheden, er med til at skabe fremtidig vækst og indtjening hos virksomheden.<sup>180</sup> Investorerne som principal har ligeledes det ønske, at investeringen skal give et afkast. På baggrund af dette vil investorerne som udgangspunkt foretrække at investere i virksomheden med en lav risikoprofil, frem for en virksomhed med en høj risikoprofil, da chancen for afkast i lavrisiko virksomheder, er højere. Principal-agent teorien foreskriver, at principalen, i et principal-agent-forhold, ikke har fuld information omkring agenten motiver, arbejdsindsats og interesser.<sup>181</sup> Investorerne har, forud for en børsnotering ikke fuld information omkring virksomhedens faktiske risikoprofil og agenda. Som investorer i en børsnoteret virksomhed, har investor forud for investeringen, kun adgang til den

---

<sup>178</sup> "Investorerne (og samfundet) vil tjene på forenkling og lavere skat på aktieavancer", [www.finans.dk](http://www.finans.dk), 01-05-2017

<sup>179</sup> Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018 s. 15

<sup>180</sup> Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018 s. 15

<sup>181</sup> Knudsen, Christian - Økonomisk metodologi bind 2 (1997) s. 165

offentlige tilgængelige information, der er til rådighed for investorerne i form af prospektet, eller virksomhedsbeskrivelse, som er udstedt af virksomheden. Ydermere vil virksomheden kunne have information omkring den børsnoterede virksomheds rådgiverne, og deres omdømme. I begrænset omfang vil investor ligeledes have en vis information fra diverse medier, analysedækninger samt informationen fra andre investorer.<sup>182</sup>

Modsat principalen, investor, som ikke har fuld information omkring virksomheden og børsnoteringsprocessen, så har agenten, virksomheden, fuld information omkring virksomhedens risikoprofil, kvalitet, agenda og fremtidsplaner.<sup>183</sup> Der opstår derfor en asymmetriske information mellem de to aktører og en eventuel interessekonflikt, da investor ønsker at få adgang til relevant information omkring virksomheden. Omvendt er det netop i virksomhedens, og rådgiverne, der er tilknyttet børsnoteringsprocessen, interesse at få virksomheden til at fremstå som en virksomhed af høj kvalitet og en virksomhed med et godt omdømme, så virksomheden kan tiltrække de de rette investorer.<sup>184</sup> Denne asymmetriske information bliver til dels udlignet ved prospektreglerne, som netop har til formål at sikre, at investor får alt information omkring virksomheden jf. afsnit 2.2.2.

Ved investeringer i en børsnoteret virksomhed vil virksomheden få en tilførsel af risikovillig egenkapital, som kan bidrage til at fremme væksten i virksomheden. Hvis en virksomhed får tilført yderligere kapital betyder dette samtidig, at der er en større chance for, at virksomheden udvikler sig positivt og vækster. Vækstvirksomheder kræver risikovillig kapital de første leveår,<sup>185</sup> så de netop kan vokse sig større og udnytte deres fulde potentiale.

Hvis en virksomhed vækster kan det medføre en højere omsætning i virksomheden, som kan resultere i, at virksomheden vil få brug for at øge antallet af ansatte medarbejdere. På den måde kan tilførslen af risikovillig kapital bidrage til en positiv udvikling i jobskabelsen.<sup>186</sup> Som følge af den vækst som virksomheden kan opleve, vil virksomheden ydermere blive i stand til at investere i f.eks. videreudvikling af produkter og en udvidelse af virksomhedens forretningsområder,<sup>187</sup> som igen kan medføre en højere omsætning og flere medarbejdere.

---

<sup>182</sup> Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018 s. 15

<sup>183</sup> Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018 s. 15

<sup>184</sup> Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018 s. 16

<sup>185</sup> Mere risikovillig kapital til danske vækstvirksomheder - Finans/Invest, oktober 2016

<sup>186</sup> anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014) s. 3

<sup>187</sup> Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital - Axcelfuture, april 2016

Vækstvirksomheder anses ofte for at være virksomheder, der ved investering, er forbundet med høj risiko. Dette skyldes virksomhedens begrænsede levetid, og begrænsede indtjeningsdokumentation. At en virksomhed vækster kan betyde, at risikoen ved at foretage en investering i virksomheden mindskes, da aktiens værdi og likviditet formentlig vil stige i takt med væksten i virksomheden og på den måde vil der være endnu flere investorer der har lyst til at investere i virksomheden og har en forventning om at se denne vækste yderligere.

En vækst i virksomheden, herunder en virksomhed, som udvider sit forretningsområde, eller ansætter flere medarbejdere, kan betyde at flere stifter bekendtskab med virksomheden, hvilket kan medføre en øget omtale af virksomheden, f.eks. i medierne. En virksomhed kan derfor opleve at interessen fra potentielle investorer stiger, hvilket kan resultere i en yderligere tilførsel af kapital til virksomheden. Jo større interesse, der er i investering i danske virksomheder, des bedre muligheder vil danske virksomheder således opleve i forhold til at rejse kapital.<sup>188</sup>

Danmarks økonomi og beskæftigelse er stigende,<sup>189</sup> og når et opsving indtræffer, må det samtidig forventes, at virksomhederne ligeledes oplever en stigning i investeringer. Dette har dog ikke været tilfældet i Danmark, da investeringerne fortsat ligger på et lavt niveau i forhold til den stigende beskæftigelse og en dansk økonomi der er i fremdrift.<sup>190</sup> Konsekvenserne af det lave investeringsniveau betyder, at produktivitetsvæksten ikke stiger, hvilket går ud over produktionspotentialet, som i sidste ende går ud over velstanden i Danmark.<sup>191</sup>

Betydningen af de manglende investeringer i specielt SMV'er har den effekt at SMV'er har svært ved at anskaffe risikovillig kapital i Danmark. Den manglende risikovillige kapital i de mindre virksomheder betyder, at virksomhedernes vækst begrænses. Lysten og mulighederne ved at starte og udvikle nye virksomheder, vil på baggrund af den begrænsede mulighed for at vækste, falde og iværksættere vil i stedet søge kapital i udlandet<sup>192</sup> f.eks. gennem børsnoteringer i Sverige, hvor investeringsniveauet i SMV'er er betydelig højere end i Danmark.<sup>193</sup>

Det lave niveau af investeringsaktiviteter i SMV'er i Danmark kan afskrække mange mindre virksomheder fra at vil børsnotere sig. Specielt kan det være svært for en SMV'er, der i forvejen er

---

<sup>188</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014) s. 4

<sup>189</sup> Investeringsfattigt opsving - Perspektiv, Dansk Erhvervs (2018) s. 1

<sup>190</sup> Investeringsfattigt opsving - Perspektiv, Dansk Erhvervs (2018) s. 1

<sup>191</sup> Investeringsfattigt opsving - Perspektiv, Dansk Erhvervs (2018) s. 1

<sup>192</sup> Flere børsnoteringer til gavn for Danmarks velstand og velfærd - Axcelfuture, april 2016 s. 4

<sup>193</sup> Svensk børsrådgiver om børsmarked: I har et problem, Danmark - Finans Watch d. 18-04-2017

en mindre virksomhed, at fremskaffe de investorer det kræver ved en børsnotering, som beskrevet i afsnit 2.2.1.<sup>194</sup> Hvis mindre virksomheder til gengæld oplevede en øget investorinteresse - og aktivitet i børsnoterede SMV'er vil incitamenterne til at lade sig børsnotere stige.

### 3.2 Investors risikovillighed

Flere børsnoteringer af SMV'er i Danmark kan, som nævnt ovenfor, have en positiv indvirkning på væksten. SMV-virksomhederne har lyst til at børsnotere sig i Danmark, handler i høj grad om, hvorvidt der er tilstrækkeligt med investorer, der er interesseret i, at investere i virksomheden aktier. Det er derfor relevant at se på det danske investorlandskab, og de enkelte investorers lyst til at investere, for at se på, om disse kan være en af årsagerne til det lave antal af børsnoteringer af SMV'er og hvordan der kan skabes øget incitament til at investere i børsnoterede SMV'er, som direkte kan have en indflydelse på SMV'ernes lyst til at blive børsnoteret.

#### 3.2.1 Risikovillighed

Investors lyst til at investere afhænger af investors risikovillighed. En investor kan enten være risikoneutral, risikoavers, eller risikopervers.

En risikoneutral investor, er en investor, som er ligeglad med om en investering er behæftet med risiko, så længe den samlede gevinst er højere. Det betyder at investor vil være ligeglad med om denne med sikkerhed får 100 DKK, eller investor enten får 0 DKK eller 200 DKK, med 50 procent chance, i afkast på en investering. Det forventede payoff i begge situationer er det samme, hvorfor en risikoneutral investor, som i øvrigt antages at være rationel, vil være indifferent mellem de to former for investering.<sup>195</sup> En risikoneutral investor ser således ikke på at der i det ene scenarie er en chance for at ikke at få noget afkast, men kun på det samlede forventede afkast, som er det samme i begge scenarier. I en situation, hvor afkast og risiko er forskelligt, vil en risikoneutral investor altid vælge den investering med det højeste forventede afkast, selvom risikoen, i denne investering er højere.

En risikoneutral investor er således ligeglad med om en investering medfører risiko, og så længe det mulige afkast er højere, end i en investering uden, eller med lavere risiko.<sup>196</sup>

---

<sup>194</sup> Krav til spredning af aktier på min. 25 procent

<sup>195</sup> Frank, R & Cartwright, E - Microeconomics and behaviour (2013) s. 181

<sup>196</sup> Frank, R & Cartwright, E - Microeconomics and behaviour (2013) s. 181

En investor kan ligeledes være risikopervers. En risikopervers person vil betale for at påtage sig en risiko. Risikoperverst adfærd ses oftest, når personer køber en lottokupon - her er det forventede payoff negativt. Det ses sjældent at investorer udelukkende er risikoperverse, hvorfor risikoperversen ikke vil blive behandlet yderligere.<sup>197</sup>

En risikoavers investor bryder sig derimod ikke om risiko, og vil derfor forsøge at undgå risiko, eller sprede risikoen for at mindske tab. I den givne situation ovenfor, vil en risikoavers investor altid vælge scenariet, hvor han er sikker på at få 100 DKK, fremfor 50 procent chance for at få 0 DKK eller 200 DKK i afkast på en investering.

Såfremt en risikoavers investor skal foretage en risikofyldt investering skal investor have en risikopræmie, således kompensation for at påtage sig risikoen. I praksis betyder det, at en risikoavers investor kun vil investere i en risikofyldt investering, såfremt det mulige afkast er højere, end i en investering uden eller med lavere risiko. Jo større risikoen er, jo større skal det mulige afkast være.

Står en risikoavers investor overfor valget mellem to investeringer med samme forventede afkast, vil en risikoavers investor altid vælge den investering med den laveste risiko, og såfremt de to investeringer har samme risiko, vil den risikoaverse investor vælge den investering, der giver det højeste afkast. Som udgangspunkt er alle normale investorer altid risikoaverse, og deres investeringsbeslutninger vil derfor være baseret på en risikoavers adfærd.<sup>198</sup>

---

<sup>197</sup> Frank, R & Cartwright, E - Microeconomics and behaviour (2013) s. 180

<sup>198</sup> Chresten Koed & Michael Nielsen, Complet Kompendium i Finansiering (2008) s. 44

### 3.3 Private investorer

Private investorer er modsat institutionelle investorer, som vil blive behandlet i afsnit 3.4, almindelige enkeltstående personer med egne penge som investeringsmiddel. Som det blev beskrevet i ovenstående afsnit kan Danmark have stor gavn af, at der bliver foretaget investeringer i blandt andet virksomheder. Danske private investorer vil, med investeringer, kunne bidrage med risikovillig kapital til børsnoterede SMV'er og det er derfor vigtigt at få gang i de private investeringer. Der er brug for flere private investorer, der investerer for at virksomhederne kan vokse.<sup>199</sup>

Danske private investorer antages at være risikoaverse, på baggrund af tal fra Nationalbanken, der viser at danskerne har i alt 843 milliarder stående på indlånskonti, til negativ eller 0 procent i rente,<sup>200</sup> samt ovenstående afsnit om risikovillighed. Det ses ligeledes at danskerne oftest placerer deres midler i obligationer, og i aktier hvor virksomhedens risiko er lav, og dermed typisk virksomheder som er noteret på fondsbørsen.

På baggrund af private investorers risikoaverse adfærd, vil en privat investor således ofte vælge at placere deres penge i de større virksomheder, som traditionel er behæftet med en lavere risiko og med en lavere afkastgrad fremfor i en mindre virksomhed, hvor risikoen er høj men, hvor en højere risiko modsvarer af en højere afkastgrad. Risikoaversionen hos den private investor skaber således en situation, hvor investorer vælger at investere i de større virksomheder frem for SMV'erne.

SMV'er går dermed, qua investorernes risikoaversion, glip af risikovillig kapital, da en højere risiko på investeringen, medfører at de private investorer ikke foretager investeringen.<sup>201</sup>

I Danmark bliver en stor del af danskernes midler, herunder pensionsmidler placeret i markedsrenteprodukter<sup>202</sup> som er uden garanteret afkast.

Såfremt disse opsparede midler, i stedet for at blive indsat på en pensionsopsparing med et markedsrenteprodukt, kunne benyttes til at investere i mindre virksomheder, vil det kunne skabe

---

<sup>199</sup> "Private investorer skal plejes", Berlingske Business d. 24-05-2012

<sup>200</sup> [http://www.nationalbanken.dk/da/statistik/find\\_statistik/Sider/2017/Danskerne-fravaelger-indlaan-med-binding.aspx](http://www.nationalbanken.dk/da/statistik/find_statistik/Sider/2017/Danskerne-fravaelger-indlaan-med-binding.aspx) d. 27-09-2017

<sup>201</sup> Analyse af konkurrence og markedsforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018

<sup>202</sup> Ved et markedsrenteprodukt bliver pengene, man indbetaler til pensionen, forrentet med præcis det afkast, der til enhver tid kan opnås på de finansielle markeder. Værdien af pensionsordningen vil derfor svinge med op- og nedturene på de finansielle markeder. Det påvirker også de beløb, som kunderne får udbetalt. - Finanstilsynet.dk d. 14-04-2018

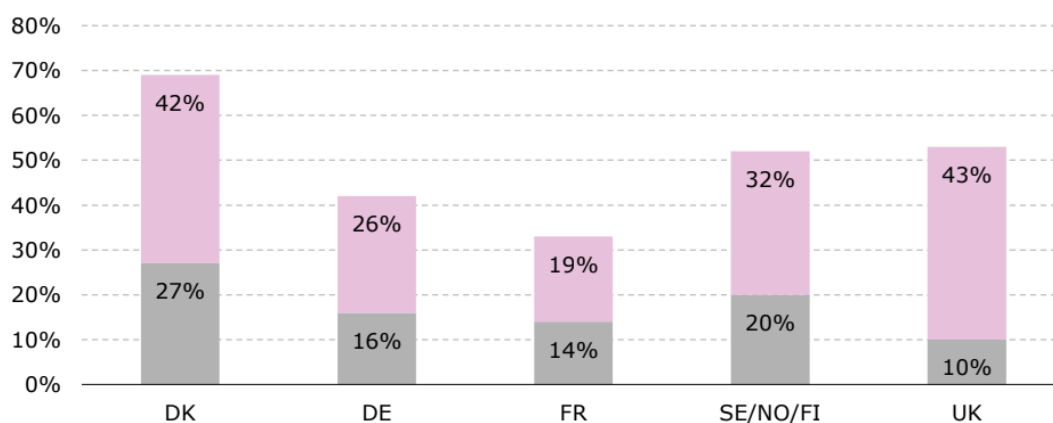
forandring i den danske aktiekultur. En sådan ændring er der brug for, hvis flere SMV'er skal børsnoteres, men også i pensionssektoren generelt.<sup>203</sup>

I Sverige ses det eksempelvis, at der ganske ofte benyttes muligheden for at "egen-placere" sine pensionsmidler i aktier,<sup>204</sup> som er en faktor der gør det svenske investeringsniveau og aktiekulturen betydelig anderledes end i Danmark. Pensionssektorens placering af danskerne midler, vil blive behandlet i afsnit 3.2.3.

Private investorers rammevilkår har en essentiel indflydelse på investeringsgrundlaget i Danmark. Det danske skattesystem kan have en afgørende rolle i private investorers manglende interesse for investeringer i SMV'er.<sup>205</sup>

Som det blev beskrevet i afsnit 2.6 er beskattningen af indtægter fra aktier betydelig højere i Danmark sammenlignet med de resterende nordiske lande samt England, Frankrig og vores naboland Tyskland som vist i figuren.

Figur 1 - Beskatning af indtægter fra aktier



206

<sup>203</sup> Flere børsnoteringer til gavn for Danmarks velstand og velfærd, AxcelFuture, april 2016 s. 11

<sup>204</sup> Flere børsnoteringer til gavn for Danmarks velstand og velfærd, AxcelFuture, april 2016 s. 11

<sup>205</sup> Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital - AxcelFuture, april 2016 s. 34

<sup>206</sup> Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital - AxcelFuture, april 2016 s. 34



Det fremgår af denne figur, at beskatningen på aktieindkomster generelt er højere i Danmark end de resterende lande. Incitamentet til at investere i aktier må derfor antages at være betydeligt lavere i Danmark sammenlignet med de resterende lande som er oplyst i figuren, da en betydelig del af den aktieindkomst der opnås ved at investere bliver beskattet med en højere skatteprocent.

Private investorer, med risikoavers adfærd, skal for at have incitament til at investere i investeringer med høj risiko, kompenseres herfor, hvilket betyder at afkastet skal være højt. En høj beskatning af afkast på en investering, vil betyde at investors samlede output bliver lavere, hvorfor incitamentet mindskes.

Som det fremgår af figuren bliver privatpersoner beskattet med en skatteprocent på 27 og/eller 42 procent, alt afhængig af det beløb, der investeres for. På grund af den høje beskatning af private investorers afkast, og dermed lave incitament kan det svært for de danske virksomheder, at rejse risikovillig kapital som specielt SMV'er i vækstfasen kan have behov for.<sup>207</sup>

Udfordringen ved at få private investorer til at investere i danske vækstvirksomheder som SMV'er ligger derfor både i den merrisiko, som eksisterer ved investering i de mindre virksomheder og den meromkostning som investoren møder når der skal betales den maksimale aktionærbeskatning på 42 procent.

På baggrund af den øgede risiko som investering i mindre virksomheder medfører og den høje aktionærbeskatning, hvilket reducerer det potentielle afkast, vil der ikke være en stor incitament hos privatpersoner, til at investere i SMV'er.<sup>208</sup>

Manglen på danske børsnoteringer af SMV'er kan dels forklares ved mangel på en bred investorkreds og her spiller danske private investor en betydelig rolle. I Sverige ses det, at en betydelig del af den svenske succes af børsnotering af SMV'er kan forklares i den bredde investorkreds.<sup>209</sup> I Sverige har de formået at skabe en stærk privat aktiekultur dels ved at have en betydelig lavere aktionærbeskatning på 30 procent, men udover dette også implementeret en Investeringsparkonto. Det er derfor blevet mere attraktivt for svenske private investorer at investere.

---

<sup>207</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014) s. 14

<sup>208</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014) s. 14

<sup>209</sup> Flere børsnotering til gavn for Danmarks velstand og velfærd, Axcelfuture (2016) s. 7

Den svenske Investeringsparkonto gør det lettere og mere attraktivt for svenske private investorer at investere. Investeringsparkontoen gør det betydeligt lettere for de private investorer at administrere deres investeringer,<sup>210</sup> og derfor også mere overskueligt for en privat investor at investere.

Brugen af investeringsparkontoen medfører ligeledes en lavere beskatning, end den almindelige aktieavancebeskatning på 30 procent. Som nævnt i afsnit 2.7 er det i Danmark besluttet at indføre en aktiesparekonto, men inspiration fra den svenske model. Det er dog blevet belyst, at den danske model ikke er nær så attraktiv, som den svenske, idet den danske aktiesparekonto har en højere beskatning end den svenske, og ligeledes er begrænset i forhold til det beløb, der kan indsættes på kontoen, og dermed det beløb, som der kan investeres for.

Sammenlignet med den danske aktieavancebeskatning medfører aktiesparekontoen dog en lavere beskatning, og kontoen kan således medføre et øget incitament hos de private investorer, til at investere, især for 50.000 DKK, som er det beløb, der i første omgang maksimalt må indsættes på kontoen.

Den brede investorkreds gør det betydeligt mere attraktivt for virksomhederne at børsnotere sig da der alt andet lige vil være flere potentielle investorer i et marked med en bred investorkreds. Mange danske SMV'er har valgt at børsnotere i Sverige frem for i Danmark,<sup>211</sup> og et af årsagerne hertil kan bl.a. findes i den betydelig bredere investorkreds som ses i Sverige. Eksempelvis er der siden 2014 blevet optaget syv<sup>212</sup> små danske virksomheder på den svenske minibørs AktieTorget.<sup>213</sup> Den brede investorkreds og den aktiekultur, som er eksisterende i Sverige gør det dermed attraktivt for en virksomhed, at børsnotere sig i Sverige, fordi der næsten er garanti for at finde investorer, der er interesseret i at investere i de børsnoterede virksomheder.

Det har været et fokuspunkt i Sverige siden 1980'erne at få den svenske aktieinteresse ind under huden på investorerne.<sup>214</sup> Der har således været en kontinuerlig politisk opbakning omkring udviklingen af aktiehandlen i Sverige gennem de sidste årtier. Dette har medvirket til en velfungerende aktiekultur, hvor særligt private investorer er mere risikovillige, som kan skyldes at svenske private investorer har langt større incitament til at investere, på baggrund af mere lukrative

---

<sup>210</sup> "Sådan fungerer den svenske investeringsparkonto", Jørn Nielsen og Jakob Petersen, Dansk Aktionærforening, 09-12-2016

<sup>211</sup> Svensk børsrådgiver om børsmarked: I har et problem, Danmark – Finans Watch d. 18-04-2017

<sup>212</sup> Virksomhederne: Expres2ion, Initiator Pharma, Ivisys, Oncology Venture, Rhovac, Saniona og Synact Pharma

<sup>213</sup> "Svensk minibørs kommer til Danmark" Børsen d. 30-11-2017

<sup>214</sup> "Vi skal tale aktier, som vi taler fodbold og politik" Berlingske Business d. 25-11-2017

skatteregler, end det er tilfældet i Danmark. Denne risikovillighed blandt private investorer, resulterer i flere investeringer der er fordelagtige for de mindre virksomheder.<sup>215</sup> Dette understreger behovet for, at forsøge at påvirke de danske private investorers incitament til at investere, og det skal blive spændende at se, om privatinvestorerne vil opleve en danske aktiesparekonto, som et øget incitament. Det bør dog bemærkes, at aktiesparekontoen ikke direkte giver incitament til at investere i SMV'er, men kontoen medfører en identiske behandling af alle børsnoterede aktier jf. afsnit 2.7, og en øget lyst til at investere i aktier generelt, kan betyde en øget lyst til at investere i aktier i SMV'er.

### 3.3.1 Analysedækning

En anden årsag til at private investorer i mindre grad investerer i SMV'er kan være manglen på analysedækning i small og mid cap segmenter.<sup>216</sup> De institutionelle investorer og de private investorer har muligheden for at benytte sig af aktieanalyser som supplement til deres investeringsbeslutninger.

En aktieanalyse er med til at skabe opmærksomhed omkring aktien på aktiemarkedet og investorerne vil derfor blive hjulpet på vej til at træffe det rette valg i forhold til deres risikoprofil ud fra en analysedækning. Investorinteressen for en aktie kan øges betydeligt ved en analysedækning, men ved en manglende analysedækning kan investorinteressen for aktien falde, da investorerne ikke nødvendigvis selv er i stand til at lave en sådan analyse, og derfor afholder sig fra at foretage investeringen. En manglende analysedækning kan derfor betyde en lavere likviditet og omsætning i aktien end hvis der havde været foretaget en analysedækning.<sup>217</sup>

Det er derfor attraktivt for SMV'er at få lavet analysedækning, som kan tiltrække investorer. Særligt markedet for analysedækning af small og mid cap segmenter i Danmark har været en mangelvare de seneste år, hvilket kan være en medvirkende årsag til, at private investorer ikke investerer tilnærmelsesvis lige så meget i SMV'er som de investerer i større virksomheder.<sup>218</sup>

Private investorer har brug for analysedækning som hjælp til at kunne foretage investeringer på et kvalificeret grundlag<sup>219</sup> og udeblivelsen af en sådan analysedækning bliver derfor en manglende del af deres investeringsbeslutninger i forhold til SMV'er. Da private investorer ikke har det at være

---

<sup>215</sup> "Vi skal tale aktier, som vi taler fodbold og politik" Berlingske Business d. 25-11-2017

<sup>216</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014) s. 17

<sup>217</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014) s. 17

<sup>218</sup> Analyse af konkurrence og markedsforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018

<sup>219</sup> Vækst, aktiekultur og børsnoteringer - analyse og forslag til løsninger, Børsmæglerforeningen marts 2016 s. 8

investor som erhverv, er private investorer derfor betydelig mere afhængig af al den information de kan få, da private investorer oftest ikke har ressourcerne og mulighederne for en grundigere research som det ses ved institutionelle investorer.<sup>220</sup>

Da det oftest er indtjeningen fra aktiehandlen, der dækker de økonomiske omkostninger ved bankernes og nyhedsmediernes analysedækning, vil bankerne og nyhedsmediernes ofte foretrække at analysedække large cap segmentet på grund af den højere indtjening, der er ved en analysedækning af disse virksomheder, på grund af den højere likviditet og omsætning i aktierne der ses, i modsætning til de mindre aktier.<sup>221</sup>

Dette medfører, at de store virksomheder, som i forvejen møder en stor interesse fra markedet, får yderligere opmærksomhed mens SMV'erne, som i forvejen har svært ved at tiltrække investorer, mister endnu mere opmærksomhed ved den manglende analysedækning.

### 3.3.2 Likviditet

Denne manglende analysedækning har en stor betydning for aktiernes likviditet og attraktion.<sup>222</sup>

En lav likviditet i et marked betyder, at investorer har svært ved at komme ud af sin aktie når investeringen først er foretaget. Likviditet i aktien betyder at aktierne skal kunne handles regelmæssigt.<sup>223</sup>

Som investor ønskes det, at det skal være let at kunne komme ud af sine investeringer og det vil derfor ikke være knap så attraktivt at investerer i aktier, der befinder sig på et marked der er illikvidt.

Der har historisk set, i danske small og mid cap segment, været en lav likviditet,<sup>224</sup> hvilket har været en betydelig faktor for, hvorfor der generelt har været færre investeringer i SMV'er. Hvis en investor har en oplevelse af at en aktie ikke er likvid, vil det kunne afholde investoren fra at investere, da en investering i en større post kan vise sig at være svær at komme ud af igen og på den måde vil det blive sværere for de mindre virksomheder at finde nye investorer på det danske børsmarked for SMV'er. Illikviditet kan således være endnu en faktor, der kan være medvirkende til, de færre antal børsnoteringer i Danmark specielt hvis der sammenlignes med Sverige.

---

<sup>220</sup> Afsnit 3.4

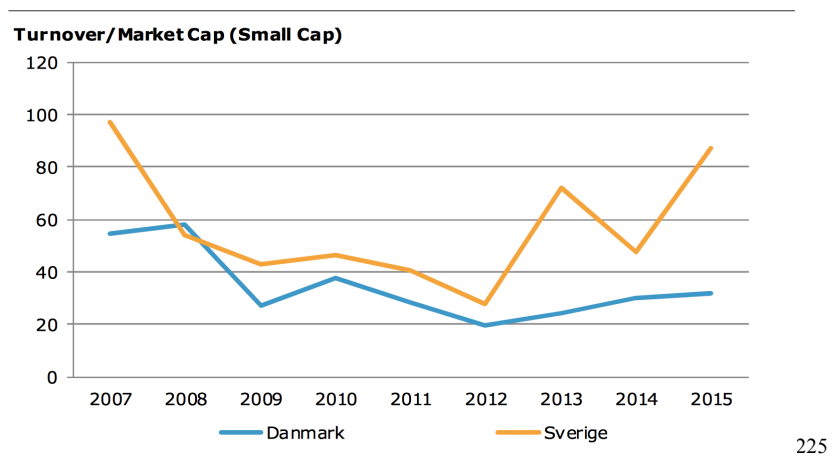
<sup>221</sup> Analyse af konkurrence og markedsforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018

<sup>222</sup> Analyse af konkurrence og markedsforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018

<sup>223</sup> Vækst, aktiekultur og børsnoteringer - analyse og forslag til løsninger, Børsmæglerforeningen marts 2016 s. 6

<sup>224</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014) s. 19

Figur 2



Figuren viser omsætningstallene i small cap segmentet i henholdsvis Sverige og Danmark. Her ses det, at Danmarks omsætning af aktier i 2008 var højere i small cap segmentet i forhold til Sverige, men at der siden finanskrisen i 2008 har været større dyk i de danske investeringer i forhold til de svenske.

Specielt fra 2014 til 2015 er der en stigning i omsætningstallene i small cap segmentet på det svenske marked. Likviditeten i det danske small cap segment er relativt lavt<sup>226</sup> mens likviditeten i de svenske børsnoterede aktier i small cap segmentet er betydeligt højere og det betyder ligeledes at der er en højere regelmæssig omsætning i aktierne. Dette medfører et højere investeringsincitamentet, da investorerne forholdsvis nemt kan komme af med sine aktier igen, også selvom det er i SMV'er som der er investeret i. Derudover ses det også at omsætningen i både mikro, små og mellemstore noteringer er over dobbelt så høj i Sverige i forhold til Danmark, hvilket ydermere er med til at indikere at der eksisterer en betydelig større investorinteresse af virksomheder i disse segmenter i Sverige.<sup>227</sup>

<sup>225</sup> Vækst, aktiekultur og børsnoteringer - analyse og forslag til løsninger, Børsmæglerforening marts 2016 s. 7

<sup>226</sup> Vækst, aktiekultur og børsnoteringer - analyse og forslag til løsninger, Børsmæglerforeningen marts 2016 s. 7

<sup>227</sup> Analyse af markeds - og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018 s. 26

### 3.3.3 Mediedækning og medieomtale

Hvorvidt private investorer er interesseret i, at investere i en virksomhed, kan afhænge af, hvor synlig virksomheden er for investorerne. For at investorerne bliver opmærksom på virksomheden og dennes aktier kræver det, at virksomheden bruger ressourcer på at kommunikere til investorerne. Dette kan ske ved, at virksomheden, som i ovenstående afsnit, gør brug af banker og nyhedsmedier til at få virksomheden og denne aktier analyseret. Opmærksomheden kan ligeledes skabes gennem mediernes vidensdeling af SMV'erne.

Medieomtale og mediedækning af aktier på eksempelvis First North, kan skabe en øget opmærksomhed omkring de virksomheder, der er børsnoteret her. De private investorers investeringsbeslutninger bliver påvirket af mediernes omtale<sup>228</sup> og det er derfor vigtigt for en SMV'er at kunne nå ud til de danske private investorer gennem omtale i eksempelvis aviser og radioen. Mediedækning kan derfor være en simpel måde at øge opmærksomheden omkring en virksomhed og dermed tiltrække flere private investorer.

En måde hvorpå mediedækningen af et børsnoteret virksomheds aktier kan blive eksponeret på er f.eks. den måde som AktieTorget gør det på i Sverige. AktieTorget fokuserer kun på små virksomheder, da det er en børs, der kun henvender sig til de små virksomheder.<sup>229</sup> AktieTorget har et stort fokus på, at de virksomheder, der er optaget på AktieTorget, bliver nyhedsdækket tilstrækkeligt. Dette indfrier AktieTorget ved at have etableret partnerskaber med forskellige mediebyråer i Sverige.<sup>230</sup>

AktieTorget har fokus på, at den rette information når ud til investorerne, så de kan vurdere deres investeringer på bedst mulig vis. Her er et af deres vigtigste punkter at kunne hjælpe virksomhederne med at videregive informationen til investorerne på en korrekt og forståelig måde.

AktieTorget samarbejder bl.a. med Cision Ltd., som leverer nyheder, pressemeddelelser og finansielle rapporter og som står for at sende alle pressemeddelelserne om de virksomheder, der er eller står for at blive, børsnoteret på AktieTorget, ud til investorerne. Derudover har AktieTorget også flere samarbejdsaftaler med forskellige nyhedsbyråer, med baggrund at, hvis ingen hører eller ser pressemeddelelsen, så mener AktieTorget ikke at der er nogen investorer, som vil investere i

---

<sup>228</sup> "Private investorer skal plejes", Berlingske Business d. 24-05-2012

<sup>229</sup> Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018

<sup>230</sup> AktieTorget presenterar på Sedermeradagen i Köpenhamn 2018

[https://www.youtube.com/watch?v=0Hr6hF65\\_ek&t=4s](https://www.youtube.com/watch?v=0Hr6hF65_ek&t=4s) d. 14-03-18

virksomhederne.<sup>231</sup> FinWire, som er en af de nyhedsbureauer som AktieTorget samarbejder med, job er at skrive om virksomhederne, på AktieTorget, og på den måde kan investorerne få hjælp til at træffe investeringsbeslutninger ud fra, hvad de uafhængige journalister skriver om virksomhederne. Brugen af uafhængige journalister, der formidler informationen om virksomhederne, skal sikre at informationen er reel og værdifuld for investor, da informationsformidlingen ikke er betalt af virksomhederne selv.<sup>232</sup>

Derudover samarbejder AktieTorget også med andre nyhedsbureauer, der skriver om virksomhederne der er noteret på AktieTorget. Det betyder at virksomheden bliver omtalt hos flere forskellige medier, hvilket betyder at investorerne får et nuanceret billede af virksomhederne, på baggrund af flere nyhedsbureauer mening og synsvinkel. Dette skaber et mere transparent billede for investorerne og på den måde kan eventuelle investorer få en bedre forståelse for, hvilken slags virksomhed der er tale om og et nuanceret billede af, hvorvidt det er interessant for investor, at investere i virksomheden eller ej.

Det er dog ikke tale om journalister, der analyserer på, hvorvidt de forskellige virksomheders aktier er attraktive at investere i eller ej. Dette er analytikernes opgave. I den forbindelse har AktieTorget et samarbejde med den største analytiske virksomhed i Sverige, SvD Börs+, som leverer aktieanalyser. Analytikerne laver analyser af virksomhederne på AktieTorget, som kan hjælpe investorerne i forhold til investeringsgrundlaget. På samme måde hjælper det også virksomhederne, da virksomhederne, som er noteret hos AktieTorget, ikke selv skal ud og betale for en aktieanalytiker.

For private investorer er analysedækning et godt værktøj i beslutningsprocessen jf. afsnit 3.3.1. Årsagen til at der ses flere investeringer i svenske SMV'er, kan derfor være på grund den bredere analysedækning af SMV'erne, som det ses hos AktieTorget.

Den model som AktieTorget udøver er en måde, hvorpå virksomheder bliver omtalt i finansielle medier, hvor virksomhederne gennem AktieTorget betaler medierne for at dække de noterede aktier.<sup>233</sup>

Det betyder at AktieTorget har sørget for at den rette information når ud til investorerne som skaber fokus omkring virksomhederne og dermed bliver SMV'er mere synliggjort på AktieTorget end de måske vil gøre på First North.

---

<sup>231</sup> AktieTorget presenterar på Sedermeradagen i Köpenhamn 2018  
[https://www.youtube.com/watch?v=0Hr6hF65\\_ek&t=4s](https://www.youtube.com/watch?v=0Hr6hF65_ek&t=4s) d. 14-03-2018

<sup>232</sup> AktieTorget presenterar på Sedermeradagen i Köpenhamn 2018  
[https://www.youtube.com/watch?v=0Hr6hF65\\_ek&t=4s](https://www.youtube.com/watch?v=0Hr6hF65_ek&t=4s) d. 14-03-2018

<sup>233</sup> Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018 s. 27

Dette kan muligvis også være en af grundene til at Sverige har flere investorer når det kommer til investeringer i SMV'er netop fordi dækningen af SMV'ers aktier er højere i Sverige end i Danmark på grund af AktieTorgets model, som endnu ikke findes i Danmark.

I forhold til AktieTorgets ankomst til Danmark til sommer blev de spurgt om, hvad de mener at kunne bidrage med på det danske marked for børsnoteringer af SMV'er.

*“Mindre vækstelskaber historisk set ikke været så synlige i mediebilledet. Derfor har AktieTorget opbygget et økosystem, hvor partnerskaber med medier og nyhedsbureauer er væsentlige. Eksempelvis dækker Finwire Nyhedsbureau selskaberne, og deres meddelelser distribueres gennem CISION. Ligesom SvD Börs+ laver analyser af selskaberne. Økosystemet øger synligheden af selskaberne hos investorerne, som lettere kan få viden om og kendskab til selskaberne samtidig med at den øgede mediebevågenhed også skaber øget gennemsigtighed, og derfor også tillid. Alt dette fører til et mere likvidt og velfungerende marked. Dette økosystem viderefører vi i Danmark, således vil eksempelvis både CISION og Finwire udvide deres aktiviteter i Danmark, i forbindelse med AktieTorgets lancering i Danmark. Vi vil således skabe et dansk-svensk økosystem, således at de danske selskaber spreder sit tilbud/information i både Danmark og Sverige, og derfor også har tilgang til både danske og svenske investorer. Således samler vi likviditeten.”<sup>234</sup>*

### **3.3.3.1 Markedsføring**

Ud over de ovenstående værktøjer som kan have en betydning på investeringsniveauet i børsnoterede SMV'er hos private investorer, kan virksomhedernes fokus på private investorer ligeledes have en betydning. Virksomhederne har oftest mere fokus på de institutionelle investorer da det traditionelt er dem, der lægger flest penge i virksomhederne når de investerer jf. afsnit 3.4. Dog vil virksomhedernes berøringsflade blive betydelig større, såfremt de private investorer også bliver aktiveret og motiveret til at investere i SMV'er. Gennem markedsføring af SMV'er vil investorer private såvel som institutionelle få en øget opmærksomhed og interesse ved at virksomhederne går aktivt ud og jagter investorerne. Markedsføringen af virksomheder kan ske på mange forskellige måder. Den fornyligt børsnoterede SMV'er Happy Helper A/S har eksempelvis henvendt sig til investorer gennem afholdelse af investorpræsentationer både i Århus og København i dagene op til deres børsnotering på First North. Dette har f.eks. været markedsført gennem annoncer i avisen

---

<sup>234</sup> Talsperson hos AktieTorget i Danmark, e-mail, marts 2018



Berlingske.<sup>235</sup> Disse investorpræsentationer er en måde, hvorpå Happy Helper har haft mulighed for at tiltrække yderligere investorer.

Gennem investorpræsentationerne har virksomheder mulighed for at uddybe, hvorfor det vil være attraktivt at investere i virksomheden, ved bl.a. at fremlægge eventuelle forretningsmodeller, budget og nøgletal, konkurrencen på markedet, ledelsen, visioner osv.<sup>236</sup> Private investorer, som vælger at deltage til sådanne præsentationer, kan danne et overblik over virksomheden og beslutningen omkring, hvorvidt der skal foretages en investering.

Mange virksomheder vælger ligeledes at udarbejde et markedsføringsmateriale, som indeholder de ting som mange investorer kigger efter ved en investeringsbeslutning. Markedsføringsmaterialer kan være en svær størrelse i og med at det kan være en gråzone i forhold til virksomhedernes promovering. Virksomheden ønsker gennem diverse markedsføringsmaterialer at øge interessen hos investorerne, men samtidig må markedsføringsmaterialerne ikke være misvisende. Et markedsføringsmateriale kan være misvisende for investorerne, hvis det ikke medtager de risikofaktorerne, der er ved investeringen. SMV'er er, som behandlet ovenstående, en investering med en højere risikofaktor, og det betyder at investorer skal være villige til at løbe den risiko, der er forbundet hermed.

I forhold til denne risiko vælger mange investorer at læse de tilhørende prospekter, der er udstedt i forbindelse med børsnoteringerne heraf, men hvis en privat investor ikke har de fornødne midler eller kompetencer til at læse disse prospekter og forstå dem eller analysere ud fra dem, kan det være fristende blot at læse virksomhedens eventuelle tilgængelige markedsføringsmaterialer, såsom en investorpræsentation.

Problemet med denne sådanne markedsføringstiltag er at virksomheder selvfølgelig gennem deres markedsføring så vidt mulig ønsker at fremstå som en god investering. Det betyder eksempelvis, at investorpræsentationer muligvis vil undlade de mange risikofaktorer, der er forbundet med en investering i virksomhedens aktier. Når en virksomhed udarbejder et prospekt, har prospektet den funktion at fungere som en slags investorbeskyttelse for investorerne. Prospektet skal være et værktøj for investorerne for at gennemskue, hvilke risikofaktorer, der er forbundet med en investering i virksomheden. Virksomheden der udsteder prospektet skal sikre sig, at der er udleveret tilstrækkelig information om virksomheden, og er på samme måde underlagt de gældende prospektpligts regulering som blev behandlet i afsnit 2.2.2. Der er dermed et ønske med prospektreglerne, at sikre, at

---

<sup>235</sup> Berlingskes læsere har penge, de ved hvad de vil have og de bruger deres penge -

<http://annoncering.berlingske.dk/da-dk/audience>

<sup>236</sup> Eksempel på investorpræsentation - <https://www.slideshare.net/bendtsen/investorpresentation>

virksomheden har udleveret tilstrækkelig information om virksomheden, før en eventuel investor skal træffe beslutningen om at investere i virksomheden.

Dette er ikke et krav ved eksempelvis en investorpræsentation eller andre former for markedsføring, som henvender sig til investorerne. Markedsføringen af virksomheden kan på den måde være vildledende og en gråzone for investorerne, da markedsføringen af virksomheden alt andet lige vil være mere positiv overfor investorerne omkring informationerne der opgives. Derudover vil de risikofaktorer, der er forbundet med investeringerne i virksomheden antageligt være mindre omfangsrigt beskrevet end i virksomhedens udarbejdede prospekt, og dermed risikeres det, at markedsføringsmaterialet ikke udgør en afbalancering af produktets egenskaber. Private investorer, der udelukkende baserer deres investeringer ud fra virksomhedens markedsføringsstrategier skal muligvis se mere kritisk på de markedsførte oplysninger og samtidig nuancere deres researche ved fremtidige investeringer.

Den måde hvorpå en SMV'er markedsføre sig selv kan potentielt føre til endnu flere investorer, der er villige til at investere i virksomheden, og på den måde kan virksomheden, ved aktivt og gå ind og markedsføre sig selv, øge interessen og investeringsniveauet i virksomheden.

### 3.4 Institutionelle investorer

Begrebet institutionelle investorer dækker over en lang række aktører, herunder investeringsforeninger, pensionsselskaber, kapitalfonde, familiefonde ect.<sup>237</sup>

Det karakteristiske ved institutionelle investorer er, at pengene der bruges til at investere med, oftest kommer fra andre personer, således at en pensionskasse, der råder over danskernes pensionsmidler, og investerer den samlede pulje af pensionsmidler.

#### 3.4.1 Pensionskasserne

Forholdet mellem pensionskasser og privatpersoner kan forklares med afsæt i principal-agent teorien. Principalen er de privatpersoner, pensionskunder, som overlader arbejdet, med investering af deres pensionspenge, til pensionskasserne. Pensionskasserne er agenten, som udfører arbejdet, men det er ikke pensionskasserne, der løber den risiko der er forbundet med investeringerne, da de som nævnt investerer for principalens penge.<sup>238</sup> Pensionskunderne har meget begrænset adgang til information omkring, hvad pensionskasserne placerer deres pensionsmidler i.<sup>239</sup>

På baggrund af dette burde især pensionskasserne være mere risikovillige, end privatpersoner, af den simple grund at pensionskasserne ikke investerer for egne midler.

De institutionelle investorer har yderligere en række fordele, som de private investorer ikke har, som bør have en betydning for de institutionelle investorers risikovillighed.

En institutionel investor har, på baggrund af deres professionelle virke, en større sum penge end den normale private investor, som gør dem i stand til lettere at diversificere porteføljen af investeringer. De institutionelle investorer har yderligere en større mulighed for at købe sig adgang til en grundig research omkring den enkelte investering, enten fra et eksternt firma, eller ved interne aktieanalytikere.<sup>240</sup>

Disse faktorer indikerer, at de institutionelle investorer burde være betydelig mere risikovillige end de private investorer, og derfor burde spille en betydelig rolle ved børsnoteringer, og mere specifikt, som investorer i børsnoterede SMV'er, som anses som en risikofyldt investering i forhold til de virksomheder, der er børsnoteret på Fondsbørsen.

---

<sup>237</sup> Institutionel investor, <http://www.shareholders.dk/investorordbogen/1411/institutionel-investor> d. 07-06-2017

<sup>238</sup> Knudsen, Christian - Økonomisk metodologi bind 2 s. 164 (1997)

<sup>239</sup> Regeringens erhvervs- og iværksætterudspil - sammen om fremtidens virksomheder, september 2017

<sup>240</sup> Institutionelle investorer, <http://investeringsbloggen.dk/institutionelle-investorer/> 2018

En diversificering af porteføljen vil betyde, at en institutionel investor vil kunne mindske den samlede risiko, som investeringer medfører, ved at blande en større pulje af investeringer, hvor puljen er sammensat af investeringer med forskelligt afkast og risiko. Adgangen til en grundigere research omkring den enkelte investering, som de private investorer ikke i samme grad har, vil ligeledes kunne nedbringe risikoen på investeringen, hvilket taler for, at de institutionelle investorer burde være markant mere til stede som investorer i SMV'er på First North.

Institutionelle investorer spiller, ligesom de private investorer, en stor rolle i markedet for børsnoteringer af SMV'er i Danmark, eller mere korrekt - manglen på disse børsnoteringer, da en manglende efterspørgsel, fra investorer, på aktier i børsnoterede SMV'er har en negativ indflydelse på antallet af børsnoteringer.

En delmængde af de institutionelle investorer er som nævnt pensionskasserne, og som det ses på nedenstående figur, figur 3, er danske pensionskasser generelt ikke særlig aktive i forhold til investering i de danske børsnoterede virksomheder.

De danske børsnoterede virksomheder udgør kun 2 procent af pensionskassernes samlede investeringer. Hvor stor en andel af de 2 procent, der er placeret i henholdsvis danske virksomheder, som er børsnoteret på Nasdaq OMX Copenhagen og First North, fremgår ikke.

Det fremgår dog, af Nasdaqs rapport "Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst", at det for de store pensionskasser ikke kan betale sig at investere mange små beløb i flere små virksomheder, hvorfor det antages, at den procentdel, som pensionskasserne placerer i virksomheder noteret på First Norths er meget lille.

De små børsnoteringer, som ses på First North rejser mindre beløb end noteringer på Fondsbørsen, hvilket vil betyde, at en investering i sådanne virksomheder ikke er nær så attraktiv for pensionskasser, der typisk ikke investerer for mindre end 100 mio. DKK i en virksomhed.<sup>241</sup>

Det der kunne være interessant, er således at se på de mindre pensionskasser, som ikke placerer nær så store summer som de store pensionskasser, på baggrund af deres størrelse.

Problemet ved disse pensionskasser er, at de i dag har valgt at outsource deres aktiemandat til store porteføljeforvaltere, som på baggrund af ovenstående argumentation ikke placerer midlerne i små

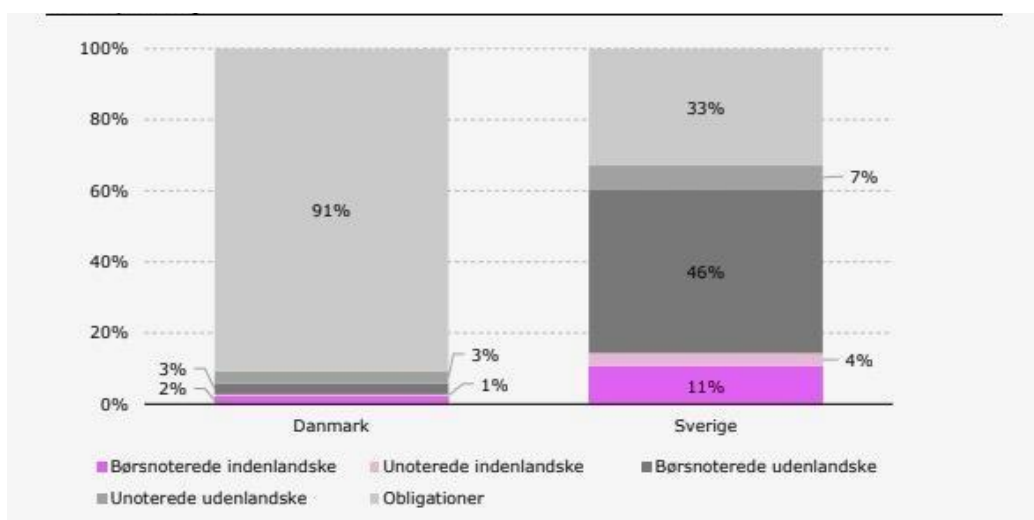
---

<sup>241</sup> "Pensionskasser: Vækstfonden er alene om små børsnoteringer", Berlingske Business d. 11-04-2017

børsnoteret virksomheder, da midlerne fra de små pensionskasser bliver placeret på baggrund af en stordriftsforretning.<sup>242</sup>

Af figur 3 fremgår det, at situationen er anderledes Sverige, hvor de svenske pensionskassers andel af investeringer i indenlandske børsnoterede aktier udgør hele 11 procent af de samlede investeringer. Det fremgår ikke, hvor stor en andel af disse der er First North/AktieTorget noteringer, men de svenske pensionskasser, har modsat de danske pensionskasser, fonde og porteføljer, som udelukkende fokuserer på SMV segmentet<sup>243</sup>, og de svenske pensionskasser har derfor ikke kun aktier i store børsnoterede virksomheder.

Figur 3 - Pensionsselskabernes investeringer i aktier og obligationer, 2014



244

En anden forklaring på, hvorfor danske pensionskasser placerer så lille en andel af de samlede investeringer i danske børsnoterede aktier generelt kan til dels udledes af samme figur.

Det fremgår af den danske figur at hele 91 procent af de samlede investeringer er placeret i obligationer, som traditionel set er behæftet med en lang lavere risiko end aktier, men som ligeledes giver et lavere afkast end aktier.<sup>245</sup>

<sup>242</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014) s. 14

<sup>243</sup> Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital - Axcelfuture, april 2016

<sup>244</sup> Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital - Axcelfuture, april 2016

<sup>245</sup> Hvad er bedst aktier eller obligationer? <https://uvildige.dk/hvad-er-bedst-aktier-eller-obligationer.aspx>, august 2013

I Danmark ses der generelt et stort marked for obligationer, da markedet for obligationer er et meget likvidt, og samtidig behæftet med lavere risiko, end aktiemarkedet.

En andel, af den størrelse, placeret i obligationer, giver en indikation af, at pensionskasser, som institutionelle investorer i Danmark, ikke er specielt risikovillige.

Store institutionelle investorers ejerandele i børsnoteret virksomheder medfører mindre udsving i aktiekursen, hvilket betyder mere stabile priser på aktierne, som vil medføre en mindre risiko ved selve investeringen. Dette kan påvirke risikovilligheden både hos de institutionelle investorer, hvilket ligeledes kan påvirke de private investorers lyst til at investere.

### 3.4.2 Mangel på corner-stone investorer

De institutionelle investorers øgede interesse i investering i små børsnoterede virksomheder, vil derfor kunne øge lysten til sådanne investeringer hos andre institutionelle investorer.

En sammensætning af enkelte store institutionelle investorer, som aktionærer i en lille børsnoteret virksomhed, vil betyde mindre likviditet i aktien, da en sådan aktiepost vil være svært at sælge igen, og det vil ligeledes betyde, at prisen på aktien kan falde voldsomt, såfremt en af de store aktionærer sælger sin andel i virksomheden.

Lav likviditet og omsætning, vil betyde at det for en større aktionær er mere omkostningstungt at sælge sine aktier, hvorfor sådanne investorer vil være tilbageholdende med at foretage investeringer i små børsnoteringer.<sup>246</sup>

De institutionelle investorer påpeger derfor, at de private investorers aktivitet i investering i små børsnoterede virksomheder vil have en påvirkning på likviditeten i aktierne, og dermed vil tilstedeværelse af de private investorer ligeledes kunne have en positiv indvirkning på de institutionelle investorers lyst til at placere midler i denne form for investering.<sup>247</sup>

I Sverige udgør de institutionelle investorer ofte en stor procentdel af aktieandel, som såkaldte corner-stone investorer,<sup>248</sup> som vil fremgå af virksomhedernes offentliggjorte prospekter.

*“Brugen af corner-stone investorer har været vigtig i forhold til den succes man har set i Sverige i forhold til mikro og små noteringer.... Investeringsbanker vurderer, at der medfører*

---

<sup>246</sup> Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital - Axcelfuture, april 2016

<sup>247</sup> Investorenes syn på IPO-markedet, Dansk Erhverv og Axcelfuture, april 2016

<sup>248</sup> Typisk institutionelle investorer, der forhåndstegner omkring 15- 20 procent af de udbudte aktier ved en børsnotering

en større transaktionssikkerhed samt efterspørgsel fra institutionelle investorer, der ønsker at sikre sig en vis aktieandel i børsnoteringer”<sup>249</sup>

Figur 4 - flere svenske cornerstone-investorer fokuserer på mindre IPO'er



250

Som det fremgår af ovenstående figur er der i Sverige langt flere cornerstone investorer ved børsnoteringer af SMV'er end tilfældet er i Danmark. I mikro segmentet, som eksempel, er der således mellem 0-2 cornerstone investorer ved en dansk børsnotering af en mikrovirksomhed, hvorimod der ved en lignende børsnotering i Sverige vil være mellem 8-10 cornerstone investorer.

Af prospekterne for to af de seneste børsnoteringer på First North i Danmark, Green Mobility, som blev børsnoteret på First North i sommeren 2017, fremgår det at der kun var en investor, som havde forhåndstegnet sig for ca. 20 procent af aktierne.<sup>251</sup> Det samme gør sig gældende for rengøringsvirksomheden Happy Helper, som børsnoteres i april 2018, der ligeledes kun har en enkelt cornerstone investor, som har tegnet sig for 20 procent af aktierne.<sup>252</sup>

Samme tendens ses ligeledes hos andre virksomheder, der er noteret på First North, f.eks. NPIInvestor og Agillic A/S.

Effekten er cornerstone investorer er store. Cornerstone investorerne fungerer først og fremmest som et kvalitetsstempel af børsnoteringen, og virksomheden.<sup>253</sup> Cornerstone investorerne sender et signal til andre potentielle investorer om, at den pågældende investering er god, og at de er villig til at tegne

<sup>249</sup> Associate hos Baker & McKenzie, i Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital - AxcelFuture, april 2016

<sup>250</sup> Flere børsnoteringer til gavn for Danmarks vækst og velfærd - AxcelFuture, april 2016

<sup>251</sup> Prospekt Green Mobility A/S s. 15

<sup>252</sup> Prospekt Happy Helper A/S s. 18

<sup>253</sup> Flere børsnoteringer til gavn for Danmarks vækst og velfærd - AxcelFuture, april 2016

sig for et større beløb, fordi de vurderer, at investeringen på sigt kan vise sig rentabel. På baggrund af det, kan cornerstone investorer være med til at få flere investorer med i investeringen.

Især for de private investorer, som nævnt ikke altid har den samme kendskab til investeringer, eller adgang til den samme mængde af research kan cornerstone investorer have en positiv indflydelse på, om den private investor ønsker at investere i virksomheden.

Cornerstone investorer er ligeledes vigtige i en børsnotering, da det ikke blot handler om at få bogen fyldt op med en masse investorer, for det er ikke ligegyldigt, hvordan investor sammensætningen er. Det er vigtigt at der er en del større, velinformerede investorer, som er bekendt med, at en investering i SMV'er ikke giver et hurtigt afkast, men er klar over, at sådanne investeringer er langsigtede, og derfor vil være villig til at holde investeringen i en længere periode, før aktierne sælges igen. Mange små investorer, som sælger hurtigt og ofte kan risikere at skabe store fald i prisen på den enkelte aktie.<sup>254</sup>

En god portion institutionelle investorer, der tegner sig for et større beløb, og holder aktien i længere tid, vil dermed reducere risikoen for, at prisen på aktien falder, og dermed kan institutionelle investorer være med til at sikre mere stabile aktiekurser.<sup>255</sup>

Cornerstone investorer er derfor et vigtigt element i en succesfuld børsnotering af SMV'er, da de kan have en direkte indflydelse på investorernes, som en samlet gruppe, risikovillighed.

En lav risikovillighed hos investorerne, som er hvad der ses i det danske marked for børsnoteringer af SMV'er, er medvirkende til en lavere prissætning for de små vækstvirksomheder, og en lavere prissætning af virksomheden betyder mindre ønske hos virksomhederne om at børsnotering i Danmark.<sup>256</sup>

På konferencen "Vejen til børsmarkedet" som blev afholdt på Børsen d. 22 januar 2018 var cornerstone investor ligeledes i fokus i et indslag fra Vækstfonden, som er den danske stats finansieringsfond, med hovedfokus på investering i små og mellemstore vækstvirksomheder.

Vækstfonden gav på konference udtryk for, at de fremadrettet vil yde en aktiv indsats i at fungerer som cornerstone investor ved fremtidige børsnoteringer af SMV'er på First North, for at øge interessen for sådanne investeringer hos andre institutionelle investorer.

---

<sup>254</sup> Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital - Axcelfuture, april 2016

<sup>255</sup> Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital - Axcelfuture, april 2016

<sup>256</sup> anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014)



*”Vi har virksomhederne, men i modsætning til vores nabolande mangler vi investorer, der tør gå forrest og medvirke til at sikre, at børsnoteringerne af de små og mellemstore virksomheder bliver en succes. I tæt samarbejde med private investorer vil vi nu tilbyde at være cornerstone-investor og garant i forbindelse med børsnoteringerne i København,”  
Christian Motzfeldt, direktør i Vækstfonden.*

I praksis betyder dette at Vækstfonden vil samle en række private investorer, samt institutionelle investorer, som for eksempel via en fond vil fungere som cornerstone investor.<sup>257</sup>

At Vækstfonden vil fungere som cornerstone investor vil betyde at likviditeten i den enkelte virksomhed forøges, da en stor investor som nævnt vil skabe mere stabile priser, som med stor sandsynlighed vil trække andre institutionelle investorer med i det pågældende investering. Vækstfonden som cornerstone investor i en børsnotering vil ligeledes fungere som et godt kvalitetsstempel, som kan have en positiv indvirkning på de private investorers lyst til at investere i den enkelte virksomhed, blandt andet fordi Vækstfonden vil opbygge et samarbejde med private investorer i forbindelse med investering i børsnoteringerne.

Såfremt private investorer går sammen med Vækstfonden om investering i små børsnoterede virksomheder, vil dette ydermere kunne skabe en omtale og et fokus, som kan være med til at vække interessen for sådanne investeringer hos andre private investorer.

---

<sup>257</sup> Vækstfonden vil børsnotere virksomheder i Danmark, pressemeddelelse Erhvervsministeriet 07-04-2017

### 3.5 Rådgivere

Et andet meget vigtigt element i en børsnotering er de rådgivere som tilknyttes virksomhederne i processen.

Når en virksomhed skal børsnoteres på First North, stilles der krav om, at virksomheden tilknyttes en finansiell rådgiver, kaldet en Certified Advisor.<sup>258</sup> En Certified Advisor er en selvstændig juridisk person, en virksomhed, som har fået tilladelse fra Nasdaq til at agere som Certified Advisor for virksomheder, som ønsker at blive børsnoteret på First North.

Virksomheden skal ligeledes have tilknyttet en Certified Advisor så længe virksomheden er børsnoteret på First North. Virksomhederne har mulighed for frit at vælge, hvilken Certified Advisor, virksomheden ønsker som deres rådgiver, i forbindelse med børsnoteringen.

En Certified Advisors overordnede job er at sikre, at virksomheden overholder alle de adgangskrav, som er fremsat af First North forud for børsnoteringen, samt at de løbende forpligtelser på First North overholdes, så længe virksomheden er noteret.

For at en virksomhed kan få tilladelse til at være Certified Advisor skal de opfylde en række krav, fremsat af First North. Kravene til en Certified Advisor fremgår af First North Rulebook kapitel 5.

En Certified Advisor skal ansøge om at blive godkendt som Certified Advisor på hver af de enkelte markeder, hvilket betyder, at en Certified Advisor, som ansøger om tilladelse til First North i Danmark, kun kan fungere som Certified Advisor for virksomheder, der ønsker at børsnotere sig i Danmark. Ønsker en Certified Advisor derimod at have tilladelse til flere lande, skal denne specifikt ansøge om dette.

De andre rådgivere, som er tilknyttet virksomheden i børsnoteringsprocessen, er blandt andet revisorer og advokater, hvor kun advokater, og udgiften hertil vil blive behandlet.

---

<sup>258</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook 03-01-2018, pkt. 5

### 3.5.1 Antallet af rådgivere

“Beslutter man sig for, som virksomhedsejer, at vil børsnotere sin virksomhed i Danmark, er det svært at få øje på rådgivere, som er til rådighed og som ønsker at hjælpe dig. Stiller du dig derimod på Stortorget i Stockholm og råber “børsnotering” kommer der rådgivere løbende fra alle sider - alle klar og parate til at hjælpe dig med at få din virksomhed børsnoteret!”<sup>259</sup>

Sådan beskrev direktør og ejer, Henrik Isaksen, fra Green Mobility A/S hans oplevelse af virksomhedens børsnotering, på Konferencen “Vejen til børsmarkedet” på Børsen i januar måned. Rådgivere, herunder Certified Advisor, er som nævnt tilknyttet virksomheden både før børsnoteringen, og så længe virksomheden er børsnoteret på First North, og Certified Advisor spiller derfor en vigtig rolle i markedet for børsnoteringer af SMV’er, da det ikke er muligt at børsnotere en virksomhed på First North uden. Det er derfor relevant at se på, hvorvidt Henrik Isaksens påstand om, at der ikke er mange Certified Advisors i Danmark, er korrekt, samt hvilken påvirkning dette kan have på omkostningerne for en børsnotering.

Nedenfor er udarbejdet en oversigt, på baggrund af data fra Nasdaq, over antallet af Certified Advisors I Danmark og Sverige og det antal virksomheder, som de enkelte Certified Advisors har været med til at børsnotere.<sup>260</sup>

Tabel 1 - oversigt over Certified Advisors i Danmark og Sverige

<b>Certified Advisors med tilladelse på First North Copenhagen</b>	<b>Certified Advisors med tilladelse på First North Stockholm</b>
Certified Advisor nr. 1 - 2 børsnoteringer	Certified Advisor nr. 1 - 1 børsnotering
Certified Advisor nr. 2 - 2 børsnoteringer	Certified Advisor nr. 2 - 4 børsnoteringer
Certified Advisor nr. 3 - 3 børsnoteringer	Certified Advisor nr. 3 - 1 børsnoteringer
Certified Advisor nr. 4 - 2 børsnoteringer	Certified Advisor nr. 4 - 4 børsnoteringer
Certified Advisor nr. 5 - 2 børsnoteringer	Certified Advisor nr. 5 - 20 børsnoteringer
Certified Advisor nr. 6 - 7 børsnoteringer	Certified Advisor nr. 6 - 3 børsnoteringer
Certified Advisor nr. 7 - 0 børsnoteringer	Certified Advisor nr. 7 - 55 børsnoteringer
Certified Advisor nr. 8 - 1 børsnotering	Certified Advisor nr. 8 - 2 børsnoteringer
	Certified Advisor nr. 9 - 32 børsnoteringer

<sup>259</sup> Direktør for Green Mobility A/S

<sup>260</sup> <http://business.nasdaq.com/list/listing-options/European-Markets/nasdaq-first-north/certified-advisors/>

	Certified Advisor nr. 10 - 15 børsnoteringer
	Certified Advisor nr. 11 - 2 børsnoteringer
	Certified Advisor nr. 12 - 7 børsnoteringer
	Certified Advisor nr. 13 - 38 børsnoteringer
	Certified Advisor nr. 14 - 5 børsnoteringer
	Certified Advisor nr. 15 - 2 børsnoteringer
	Certified Advisor nr. 16 - 17 børsnoteringer
	Certified Advisor nr. 17 - 30 børsnoteringer
	Certified Advisor nr. 18 - 0 børsnoteringer
	Certified Advisor nr. 19 - 15 børsnoteringer
	Certified Advisor nr. 20 - 6 børsnoteringer
	Certified Advisor nr. 21 - 12 børsnoteringer
Gennemsnit: 2,4 børsnoteringer pr. Certified Advisor	Gennemsnit: 12,8 børsnoteringer pr. Certified Advisor

Oversigten kan indikerer, at Henrik Isaksens muligvis har ret. Der er langt færre Certified Advisors i Danmark end der er i Sverige, hvor der i Danmark er 8 godkendte Certified Advisors, er der hele 21 i Sverige.

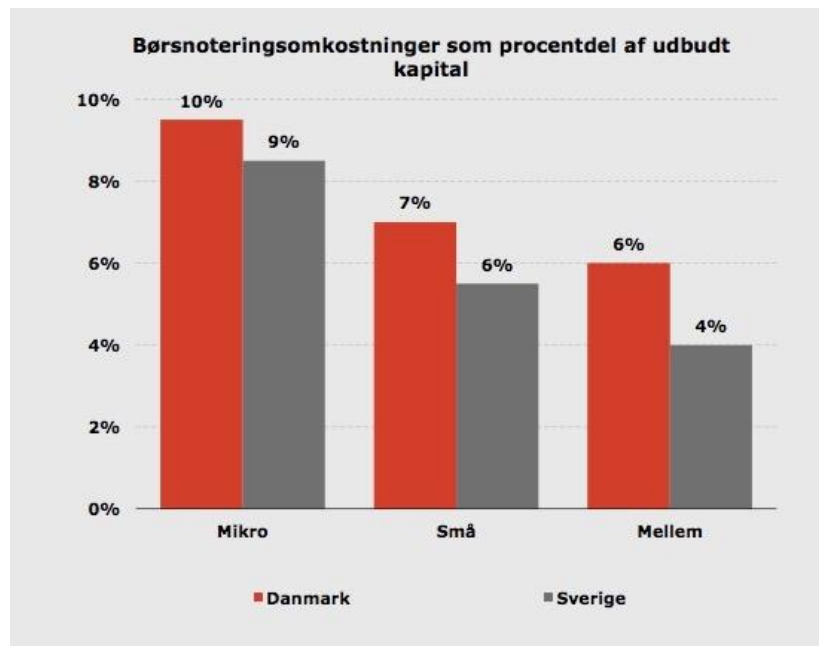
Tal fra Nasdaq OMX Copenhagen, fra år 2017, viser at der på First North Copenhagen blev børsnoteret 3 virksomheder, og på First North Stockholm blev der børsnoteret hele 64 virksomheder.<sup>261</sup>

Det fremstår derfor klart at der i et marked, som det danske, hvor der ikke er særlig mange børsnotering af SMV'er, tilsvarende ikke er et stor antal af Certified Advisors, da udbud og efterspørgsel hænger uløseligt sammen.

Sammenlignes der med de omkostninger, der er forbundet med børsnotering i Danmark, er omkostningerne en del højere end hvad det er tilfældet ved børsnotering i Sverige jf. nedenstående figur.

<sup>261</sup> First North Listings in 2017, <http://www.nasdaqomxnordic.com/news/listings/firstnorth/2017>

Figur 5 - Lavere noteringsomkostninger i Sverige



262

Som det ses af figur 5 ligger omkostningerne i forbindelse med en børsnotering i Danmark omkring 1 procent højere end omkostningerne i Sverige. Omkostningerne forbundet med en børsnotering omhandler faste omkostninger, som bl.a. dækker over omkostninger til Nasdaq og Certified Advisor. Der er ligeledes de semi-variable omkostninger, som dækker over omkostningerne til blandt andet advokater der skal bidrage til prospektudarbejdelsen.<sup>263</sup> Ydermere er der variable omkostninger, som går til investeringsbanker. Ved First North noteringer bruges der ofte ikke investeringsbanker, som det ses ved børsnoteringer på Fondsbørsen. Der kan være investeringsbanker involveret, men oftest i form af deres virke som Certified Advisor, som varetager opgaver omhandlende bookbuilding og lign.<sup>264</sup>

En af årsagerne til prisforskellen på børsnotering i Danmark og Sverige kan være den udgift, der er forbundet med rådgiverne, som både omhandler udgiften til Certified Advisor og advokater. Omkostningerne til de faste fees i Danmark kan være højere, på grund af antallet af rådgivere der, som nævnt, er langt færre af i Danmark end i Sverige. Et højere antal af rådgivere i Sverige vil betyde at konkurrencen på markedet øges, hvilket vil have en nedadgående virkning på prisen på rådgiverne.

<sup>262</sup> Hvordan bliver flere vækstvirksomheder børsnoteret i Danmark - Axcelfuture april 2016

<sup>263</sup> Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital s. 26 - Axcelfuture, april 2016

<sup>264</sup> Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital s. 26 - Axcelfuture, april 2016

Det kan dog ses af tabellen at det højere antal af Certified Advisors i Sverige følger af et højere antal af børsnoteringer, hvorfor det kan diskuteres om antallet af Certified Advisors kan have indflydelse på omkostningerne.

På baggrund af forholdet mellem udbud og efterspørgsel i Danmark (8/3), og udbud og efterspørgsel i Sverige (64/21), ses det at der stadig er et større udbud af Certified Advisors i Sverige, hvilket kan give en forklaring på forskellen i omkostningerne.

I et marked, hvor udbud overstiger efterspørgsel, vil prisen på det udbudte falde, hvorimod prisen vil være højere i et marked hvor efterspørgsel overstiger udbuddet. Det højere antal af Certified Advisor i Sverige kan derfor være en af årsagerne til, hvorfor børsnotering af SMV'er i Sverige er billigere end i Danmark.

En stigning i antallet af Certified Advisors i Danmark kan således have en positiv indvirkning på de omkostninger, som virksomheden skal afholde i forbindelse med børsnotering. Det bør dog bemærkes at det ikke nødvendigvis vil være attraktivt for en virksomhed at blive Certified Advisors når efterspørgslen på børsnoteringer generelt er lav i Danmark.

Det vil derfor være relevant at se på, hvilke andre årsager, der kan være til omkostningsforskellen.

Af tabel 1 fremgår det ligeledes, hvor mange børsnoteringer den enkelte Certified Advisor har forestået, hvilket vil blive behandlet i næste afsnit.

### **3.5.2 Erfaringen hos rådgivere**

Som nævnt ovenover er en anden iøjnefaldende faktor, som fremgår af ovenstående tabel 1, at det gennemsnitlige antal af børsnoteringer, som en Certified Advisor i Sverige har været tilknyttet er ca. 6 gange så højt, som det gennemsnitlige antal børsnoteringer en dansk Certified Advisor har stået for, hvilken indikerer, at de svenske Certified Advisors har en del mere erfaring med børsnoteringer end de danske.

Mængden af erfaring hos både Certified Advisor og hos advokaterne kan have en betydning i forhold til omkostningerne ved en børsnotering. Mere erfaring kan betyde, at blandt andet prospekter og virksomhedsbeskrivelser udarbejdes hurtigere, og dermed sænker de samlede omkostninger.<sup>265</sup>

Det fremgår af Nasdaq's rapport "Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst", at prospekter i Danmark de senere år er blevet udarbejdet på baggrund af internationale

---

<sup>265</sup> Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018 s. 30

standarder, da børsnoteringsprocesserne har været påvirket af udenlandske aktører, i form af udenlandske rådgivere, herunder investeringsbanker, da udbuddet og som nævnt erfaringen ikke i særlig stor grad er til stede i Danmark.<sup>266</sup>

Helt konkret kan dette ses, hvis der kigges nærmere på prospekterne for Green Mobility A/S (børsnoteret på First North i 2017), og Happy Helper A/S (noteres på First North i april 2018).

I begge tilfælde er der tale om prospekter der ligger på mellem 133-154 sider.

Selv for den danske virksomhed Agillic A/S som blev børsnoteret på First North i marts 2018, og som ikke var omfattet af prospektreglerne, på baggrund af udbuddets størrelse, men som i stedet skulle udarbejde en virksomhedsbeskrivelse jf. First North Rulebook, blev der udarbejdet en virksomhedsbeskrivelse på hele 99 sider.

Dette taler for, at selv, hvor der er åbnet op for udarbejdelsen af en virksomhedsbeskrivelse, som kan gøre processen for børsnotering lettere for virksomheden, indikerer den omtalte virksomhedsbeskrivelse, at selv hvor der åbnes op for lempeligere krav, bliver disse ikke udnyttet.<sup>267</sup>

Årsagen hertil kan ligge i den manglende erfaring hos rådgiverne,<sup>268</sup> som skyldes det samlede lave antal børsnoteringer af SMV'er, der er gennemført i Danmark, og som ligeledes fremgår af tabel 1.

Jo flere prospekter eller virksomhedsbeskrivelser rådgiverne har udarbejdet, des lettere vil processen blive. Rådgiverne vil ligeledes få erfaring med hvilket omfang der kan nøjes med, især i en virksomhedsbeskrivelse, som gerne skulle være mere simpel end et prospekt.<sup>269</sup> Den øgede erfaring hos rådgiverne, kan således betyde at processen omkring børsnoteringen er mere strømlinet og mindre kompliceret, hvilket vil have en positiv indvirkning på de omkostninger, som forbundet med børsnoteringen.

Udover at komplicerede og lange prospekter har en negativ indflydelse på omkostninger, bidrager de ikke nødvendigvis forståelsen hos investorerne, og bidrager således ikke til mere transparens og øget risikovillighed.<sup>270</sup> Sådanne prospekter vil blot bidrage til en negativ indvirkning på omkostningerne for en børsnotering da længere og mere omfangsrige prospekter vil tage længere tid at udarbejde, og derfor i sidste ende vil øge omkostningerne.<sup>271</sup>

---

<sup>266</sup> Afsnit 3.5.1 & 3.5.2

<sup>267</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014) s. 21

<sup>268</sup> Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018 s. 22

<sup>269</sup> Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018 s. 22

<sup>270</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014)

<sup>271</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014)

Det kan underbygges ved en sammenligning med det svenske marked. I Sverige udarbejdes der generelt kortere prospekter, som for eksempel Iconovo AB, som blev børsnoteret på First North Stockholm i april 2018, som havde et prospekt på kun 64 sider, samt Tempest Security AB, noteret på First North Stockholm i december 2017, med et prospekt på 72 sider.

Det ses ligeledes at ved børsnoteringer, som falder udenfor prospektpligten, og dermed kun er forpligtet til at lave en virksomhedsbeskrivelse, at de i Sverige formår at udarbejde disse, så de rent faktisk fremstår som lempeligere - noteringen af Awardit AB, blev børsnoteret med en virksomhedsbeskrivelse på kun 46 sider. Som nævnt flere gange har Sverige en langt større investorkreds, hvilket taler for at kortere prospekter ikke har en negativ indflydelse på investorenes risikovillighed, samt at prisen på børsnoteringerne er lavere, hvilket kan skyldes de mere simple og kortere prospekter, som gør at omkostningen til advokaterne mindskes.

En øget erfaring hos rådgiverne, vil således direkte kunne have en betydning for de omkostninger, der er forbundet med en børsnotering.

### **3.5.3 Forholdet mellem rådgivere og virksomheder**

Rådgiverne er som nævnt en faktor, der har en direkte betydning for antallet af børsnoteringer, da de udgør en essentiel part i processen for børsnoteringen. Rådgiverne har, som beskrevet ovenfor, ligeledes indflydelse på de omkostninger der er forbundet med en børsnotering.

I dette afsnit søges aftaleforholdet mellem virksomhederne og rådgiverne undersøgt, for at analysere om der kunne være en problematik forbundet med aftaleforholdet. I særdeleshed skal der ses nærmere på den information de forskellige parter besidder, og hvilke udfordringer dette kan medføre.

#### **3.5.3.1 Rådgivningsmodellen på First North og AktieTorget**

En notering på First North kræver, at virksomheden har tilknyttet en Certified Advisor. Certified Advisor er en selvstændig juridisk person med egne interesser. Det ses i Danmark, at rollen som Certified Advisors ikke er rådgiveren eneste virke, men at der ofte er tale om Corporate Finance huse, investeringsselskaber og lign. og således ikke virksomheder, hvis udelukkende erhverv kun er



Certified Advisor.<sup>272</sup> På baggrund af kravene til, at Certified Advisor skal have erfaring indenfor finansiel rådgivning, selskabsretlige områder, og aktiebaserede transaktion,<sup>273</sup> vil det være næsten umuligt at opfylde disse krav, såfremt den rådgivende virksomhed kun har et erhverv som Certified Advisor, da der, som det behandles i afsnit 3.5.1 har været meget få børsnoteringer på First North i Danmark. At rollen som Certified Advisor kun er et bierhverv, kan dog skabe visse udfordringer.

Ved en notering på AktieTorget stilles der modsat First North, ikke krav om, at virksomheder har tilknyttet en Certified Advisor. Hos AktieTorget bliver virksomheden i stedet tilknyttet en kontaktperson i deres informationsovervågningsafdeling,<sup>274</sup> som ligesom en Certified Advisor vejleder og hjælper virksomheden både før børsnoteringen, men også løbende imens virksomheden er børsnoteret.

Forskellen, i forhold til Certified Advisor, er, at den interne kontaktperson i informationsovervågningen er en del af AktieTorget, og det er således AktieTorget, der direkte vejleder virksomheden, og det er ligeledes AktieTorget, der fører kontrol med, at virksomheden overholder de af AktieTorget udstedte regler. Umiddelbart er funktionen af en intern rådgiver fra AktieTorget den samme som en Certified Advisors funktion. Forskellen ligger i, at rådgiveren fra AktieTorget ikke er en selvstændig juridisk person, men en del af AktieTorget.

I forholdet mellem virksomhed og rådgiver er der to aktører - en principal og en agent. Virksomheden, der ønsker at blive børsnoteret, er principalen. Virksomheden som principal skal have tilknyttet en eller flere rådgivere, som er agent/agenter, i forbindelse med den kommende børsnotering.

I processen, hvor principalen skal vælge en agent opstår der en situation med Adverse selection, idet virksomheden ikke har fuld klarhed over, hvad principalen får for pengene. Virksomheden vil ofte stå i en situation, hvor de har begrænset kendskab til agenten fagområde, hvilket understreger behovet for agenten. Principalen har ligeledes begrænset kendskab til de forskellige agenter, hvorfor det kan være svært for principalen at forudse, hvad de reelt får af modydelse fra agenten.

I et konkret eksempel med en virksomheds notering på First North står virksomheden overfor valg af en Certified Advisor. I denne situation opstår der en situation med adverse selection, da virksomheden kan have svært ved at gennemskue hvor meget og hvilken kvalitet af rådgivning de

---

<sup>272</sup> Schmidt, Mikael Philip - Prospektretten (2016) s. 180

<sup>273</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook 03-01-2018 kapitel 5

<sup>274</sup> Guidance and Service - <https://www.aktietorget.se/for-companies/what-we-offer/guidance-and-service/>

får fra den enkelte Certified Advisor. På baggrund af tabel 1 i afsnit 3.3.1 fremgår det ligeledes, at virksomheden ikke har en stor pulje af Certified Advisors at vælge imellem, samt at en stor del af de Certified Advisors der er, ikke har erfaring, hvorfor det kan være svært for virksomheden at vælge den mest kvalificerede rådgiver.

I et andet eksempel med en virksomheds notering på AktieTorget står virksomheden ikke overfor samme valg. Her bliver virksomhed blot tilknyttet en rådgiver hos AktieTorget.

I denne situation opstår der ligeledes en situation med adverse selection, da virksomheden ikke har fuld information omkring rådgiverens arbejde, og er fuldt informeret om, hvilke serviceniveau virksomheden får for den givne pris. Forskellen er blot, at såfremt virksomheden vælger notering på AktieTorget, ikke selv kan vælge, hvilken rådgiver de ønsker, som er tilfældet ved en notering på First North.

Det frie valg af Certified Advisor giver virksomheden muligheden for at vælge den de synes er mest kvalificeret,<sup>275</sup> hvilket dog kan koste tid og penge i forhold til mængde research et sådant valg kræver. Ved AktieTorget har virksomheden ikke et valg, hvilket kan være en ulempe, da virksomheden ikke selv kan vælge, hvem de synes er mest kvalificeret til jobbet, omvendt kan der være en besparelse for virksomheden, som ikke kan bruge tid på at vurdere, hvem den mest kvalificerede er.

Efter aftalen er indgået enten med en Certified Advisor eller med AktieTorget opstår der et nyt informationsproblem. I dette stadie af aftalen vil det være svært for principalen at sikre og kontrollere at agenten udfører det arbejde, som agenten er blevet hyret til, og at agenten lever op til de forventninger som principalen har. Dette informationsproblem kaldes for moral hazard.<sup>276</sup>

Der opstilles igen et eksempel delt i to - et med Certified Advisor og et med rådgiver hos AktieTorget. Ved Certified Advisors kan der opstå en situation, hvor der er forskel på, hvad virksomheden har af forventningen til det stykke arbejde som Certified Advisor udfører. Certified Advisor bliver betalt af virksomheden i forbindelse med børsnoteringen, ligegyldigt om børsnotering bliver succesfuld eller ej.<sup>277</sup> Dette kan tale for, at Certified Advisors interesse blot ligger i at få virksomheden børsnoteret, hvor virksomhedens interesse ligger i, at børsnoteringen bliver succesfuld.

---

<sup>275</sup> Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018

<sup>276</sup> Knudsen, Christian - Økonomisk metodologi, bind 2 (1997) s. 165

<sup>277</sup> Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018

Dog vil en ikke succesfuld børsnotering af en virksomhed kunne gå ud over Certified Advisors ry, hvilket kan tale for, at Certified Advisor ligeledes har en interesse i, at børsnoteringen bliver succesfuld.<sup>278</sup>

I et rådgivermarked med begrænset konkurrence, se tabel 1, vil Certified Advisors incitamentet til at bidrage til succesfulde børsnoteringer falde, da Certified Advisors ry er et mindre vigtigt konkurrenceparameter, jo mindre konkurrence der er på markedet. Det ses dog at der i det danske marked for rådgivere, at selvom det tidligere er statueret, at konkurrencen er større på det svenske markeder, er der stadig over dobbelt så mange rådgivere, som der er børsnoteringer (tal fra 2017), hvilket vil tale for, at Certified Advisors har incitament til en succesfuld børsnotering.

Certified Advisor har ikke samme risiko, som virksomheden ved børsnoteringen, da Certified Advisor får betaling for deres arbejde, uanset resultatet af børsnoteringen. Certified Advisor har, som udgangspunkt, ikke en ejerandel i virksomheden, og derfor ikke direkte påvirket af en dårlig børsnotering.

Certified Advisor er som nævnt, ligeledes tilknyttet virksomheden efter børsnoteringen for at sikre, at virksomheden opfylder de regler, som Nasdaq har udstedt. Certified Advisor vil være interesseret i, at sikre, at virksomheden overholder reglerne, da Certified Advisor, såfremt de udfører deres arbejde tilfredsstillende, risikerer at få frataget tilladelsen til deres virke, af Nasdaq. Virksomheden vil ligeledes være interesseret i at overholde Nasdaqs oplysningskrav, da en misligholdelse af disse regler vil kunne medføre straf jf. First North Rulebook kapitel 7.

Det kunne være interessant at se på, hvorvidt det er muligt at øge Certified Advisors incitament til at forbedre kvaliteten af børsnoteringer. Principal-agent teorien foreskriver, at informationsproblematikken i moral hazard situationen, som opstår omkring virksomheden og Certified Advisors forskellige incitamenter til en succesfuld børsnotering, kan afhjælpes ved hjælp af incitamentsaflønning eller incitamentsbaseret kontrakter.<sup>279</sup>

Men kan forestille sig en situation, hvor Certified Advisors incitament, til at forbedre kvaliteten af en børsnotering, kan forsøges øget ved, at Certified Advisor bliver aflønnet med en del af betalingen i ejerandele i virksomheden.

På denne måde vil Certified Advisor få incitament til at yde det bedst mulige stykke arbejde, således at børsnoteringen bliver en succes, og Certified Advisor herved vil få en højere betaling, end hvis

---

<sup>278</sup> Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018

<sup>279</sup> Knudsen, Christian - Økonomisk metodologi, bind 2 (1997) s. 168

børsnoteringen ikke bliver en succes. Denne form for aflønning vil mindske informationsproblematikken, da virksomheden og Certified Advisor, i en sådan aflønningsform, vil have samme interesse.

Denne form for aflønning bliver dog begrænset af Nasdaq First North Rulebook afsnit 3.5.1, som statuere at, den medarbejder, der fungerer som Certified Advisor i den rådgivende virksomhed, ikke må handle med aktier i den børsnoteret virksomhed, samt at den rådgivende virksomhed, som agerer som Certified Advisor for den børsnoteret virksomheder, eller virksomheder som er koncernforbundne med den rådgivende virksomhed, ikke må eje mere end 10 procent af aktierne eller stemmerettighederne i virksomheden, som skal børsnoteres.

En anden form for incitamentsaflønning kunne være en model, hvor Certified Advisor aflønnes afhængig af, hvor god børsnoteringen bliver. Dette vil dog kræve en del forberedelse i form af skræddersyet kontrakter, hvor det defineres, hvordan og hvor meget virksomheden skal præstere, og hvordan og hvornår Certified Advisor aflønnes. Dette kan skabe et nyt informationsproblem, hvor virksomheden ligger inde med information, som kan påvirke Certified Advisors aflønning, men hvor virksomheden samtidig kan have svært ved at kontrollere Certified Advisor, og om denne lever op til de krav, der stilles.

I modellen som ses hos AktieTorget med en intern rådgiver kan der, som ved First Norths Certified Advisors, opstå en interessekonflikt mellem rådgiveren og virksomheden. Rådgiveren er her en del af selve børsen, som får betaling ved gennemførelsen af børsnoteringen, uanset kvaliteten af denne børsnotering.<sup>280</sup> Rådgiveren dækker over den afdeling hos AktieTorget, som står for rådgivning og ikke den enkelte rådgiver, og dennes forhold til AktieTorget som arbejdsgiver. Rådgiverne hos AktieTorget vil dog, ligesom Certified Advisor, have et incitament til at sikre, at børsnoteringen bliver succes. Ikke på grund af konkurrence blandt rådgivere, men på grund af konkurrencen mellem børsene, AktieTorget og Nasdaq First North. Jo mere succesfulde børsnoteringer AktieTorget medvirker til, jo bedre vil AktieTorget stå i konkurrencen om, hvor virksomhederne skal børsnoteres. I forhold til den løbende rådgivning vil virksomheden ikke have mulighed for at udskifte rådgiveren, som er muligt med en Certified Advisor. Her er virksomheden bundet af valget af AktieTorget, hvorfor det kan forestilles, at incitamentet hos rådgiveren i dette setup kan være mindre.

---

<sup>280</sup> Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder - Erhvervsministeriet 25-01-2018

En virksomhed som ikke er tilfreds med den løbende rådgivning, vil dog kunne have betydning for AktieTorgets ry, hvorfor rådgiveren bør have incitament til at udføre et stykke arbejde, der stemmer overens med de forventninger som virksomheden har. Rådgiverens incitament er ligeledes identisk med selve AktieTorget, som vil have incitament til, at både børsnoteringerne bliver en succes, men ligeledes at virksomheden løbende lever op til de krav, som er fremsat af AktieTorget. Der er et principal-agent-forhold mellem rådgiveren, som agent, og AktieTorget, som principal, som dog ikke vil blive behandlet nærmere.

Det ses at der i AktieTorgets forhold til virksomhederne kan være en mindre del af skjult information, end tilfældet er i Nasdaqs setup. Den skjulte information, der er kan, som Certified Advisor set-uppet, mindskes ved en form for incitaments aflønning. Problematikken med denne aflønningsform vil være identiske med, hvad der var tilfældet ved Certified Advisor, hvor forberedelsen af incitamentsbaseret kontrakter, og kontrollen af det udførte arbejde kan være svært.

På baggrund af den manglende erfaring hos de danske Certified Advisors, og en lidt mindre informationsproblematik, der antages at være mellem rådgiver hos AktieTorget og virksomhederne, vurderes det, at AktieTorgets model kan ses for værende en mere attraktiv løsning for virksomhederne, som kan have en positiv betydning i forhold til lysten til børsnotering. Nasdaqs model med Certified Advisors menes ikke at være dårlig og kan ligeledes blive en bedre løsning, i tilfældet af, at de Certified Advisors, der er i Danmark, får mere erfaring med børsnotering af SMV'er på First North.

### 3.6 Økonomisk delkonklusion

Investorerne lyst til at investere i virksomheder, der er børsnoteret på First North, og potentiel AktieTorget hænger direkte sammen med virksomhedernes incitament til at lade sig børsnotere på en af disse markedspladser. Det betyder, at privatpersoner og institutionelle investorers manglende investeringsaktivitet kan være en af årsagerne til, hvorfor der ikke ses et stort marked for børsnoteringer af SMV'er i Danmark. Årsagen til de private investorers manglende lyst til at investere i børsnoterede SMV'er kan skyldes det faktum at investorerne er risikoaverse. Når investorerne er risikoaverse vil de være tilbageholdende med at investere i aktier af høj risiko, med mindre investering udløser et højt afkast der er den høje risiko værd. Investering i SMV'er kan potentiel give et højere afkast end ved investeringer i aktier optaget på Fondsbørsen. Det høje mulige afkast ved investeringer i en børsnoteret SMV'er bliver dog mindsket af en høj aktieavancebeskatning, dermed kan mindske investorernes incitament til at investere i aktier, hvor risikoen er høj.

Private investorers manglende incitament til investering i SMV'er kan ligeledes skyldes den manglende analysedækning af sådanne aktier. En grundig analysedækning vil være til gavn for private investorer, da det vil kunne mindske den samlede risiko ved investeringen, såfremt investor får adgang til mere information. En øget medieopmærksomhed kan ligeledes betyde at interessen hos private investorer vækkes, da en manglende lyst til investeringer, kan skyldes manglende kendskab til, muligheden for at foretage investeringer i børsnoterede SMV'er.

For de institutionelle investorer er det ikke umiddelbart attraktivt at investere i børsnoteret SMV'er, som ofte rejser mindre beløb, da de institutionelle investorer, på baggrund af deres størrelse, ofte placerer en stor mængde penge, når f.eks. pensionskasserne placerer danskernes pension i aktier. På grund af SMV'ernes størrelse, vil pensionskasserne komme til at besidde en stor aktiepost i en børsnoteret SMV, såfremt de overhovedet investerer, da de beløb pensionskasserne oftest investere er meget store. En stor aktiepost vil ikke nødvendigvis være i pensionskassernes interesse. Institutionelle investorers manglende incitament kan ligeledes skyldes den manglede tilstedeværelse af private mindre investorer. Få store investorer i en børsnotering vil ikke danne grundlag for en likvid aktie, som er forholdsvis nem at afhænde igen. Mange mindre investorer, vil derimod øge likviditet i aktien, hvilket kan påvirke de institutionelle investorers incitament.

Rådgiverne, som skal være tilknyttet virksomhederne i en børsnotering på First North og AktieTorget kan ligeledes have en effekt på virksomhedens manglende lyst til at lade sig børsnotere. I Danmark ses et marked med få Certified Advisors, som er virksomhedens rådgiver, ved en børsnotering på First North. Det ses ligeledes at de Certified Advisors der er på markedet, har meget begrænset erfaring med børsnoteringer af SMV'er, hvilken kan have en betydning i forhold til både kvaliteten af børsnoteringen, men ligeledes en indflydelse på de omkostninger, der er forbundet med en børsnotering. En lavt antal af børsnoteret SMV'er betyder ligeledes at de advokater, der skal udarbejde prospektet eller virksomhedsbeskrivelsen, har begrænset erfaring.

Det har den påvirkning at prospekterne og virksomhedsbeskrivelser bliver længere og mere omfattende, end det var tiltænkt ved børsnotering af SMV'er. Udarbejdelsen af lange prospekter og virksomhedsbeskrivelser kan have en negativ indflydelse på omkostningerne, hvorfor både Certified Advisors og advokaternes manglende erfaring kan være omkostningstungt for virksomheden.

I et marked, hvor børsnoteringer er en dyr løsning, og hvor rådgiverne ikke har den fornødne erfaring, vil børsnotering ikke være attraktivt for SMV'erne.

Hvorvidt rådgiveren er en ekstern rådgiver, som Certified Advisor, eller intern som ved AktieTorget kan ligeledes have en betydning for den kvalitet af rådgivning, som virksomhederne oplever, og vil dermed også kunne have en betydning for virksomhedernes lyst til at blive børsnoteret.

Hvor First Norths model giver virksomheden frit valg til at vælge den rådgiver de ønsker, kan denne model samtidig medføre en del skjult information, i form af modsatrettede interesser, anses mængden af skjult information at være mindre i AktieTorgets model, da virksomhedernes og AktieTorgets interesser anses for værende mere identiske. Øget information i AktieTorgets model opnås dog kun på bekostning af at virksomheden ikke har frit valg i forhold til deres rådgivere. Den skjulte information, som forekommer i forholdet mellem Certified Advisor og virksomheden, kan således også være en af årsagerne til manglen på børsnoteringer, og det skal derfor blive interessant om AktieTorget, hvis model ikke menes at have samme mængde af skjult information, kan have en positiv påvirkning på SMV'ers lyst til at ville børsnotere sig på det danske marked.

## 4. Kapitel: Integreret analyse

Denne analyse har til formål at sammenholde resultaterne fra den juridiske og økonomiske analyse, og på den baggrund komme med konkrete enkeltstående forslag, som samlet set menes at kunne være med til at ændre den danske aktiekultur, således at der kan komme gang i børsnoteringerne af SMV'er, både på First North og AktieTorget.

### 4.1 Processer for udarbejdelse af prospekter og virksomhedsbeskrivelser

Prospektet skal fungere som en informationskilde for investorerne så de har mulighed for at vurdere, hvorvidt de ønsker at investere i virksomhederne. Prospektet skal indeholde de oplysninger, der blev udledt i afsnit 2.2.2.1. Omfanget af de oplysninger, der skal medtages i prospektet er betydelige, hvorfor der i praksis ofte ses nogle meget lange, omfangsrige prospekter og prospekter som er meget ensartet. Prospekterne, som egentlig skulle være et informationsdokument til brug for investorerne, minder mest af alt om en ansvarsfraskrivelse,<sup>281</sup> da afsnittet om virksomhedens risikofaktorer i praksis fylder meget. Med den nuværende regulering er der ikke fastsat specifikke krav til prospektets omfang.

Det betyder, at så længe virksomhederne opfylder de indholdsmæssige krav, så bliver prospektet også godkendt. Virksomhederne, der skal have udarbejdet prospektet i samarbejde med deres rådgivere, i dette tilfælde advokaten, er derfor afhængig af rådgiverens erfaringer indenfor prospektudarbejdelsen.

Mange danske rådgivere er, qua SMV'ernes manglende børsnoteringer i Danmark, meget uerfarne og "rustne", da rådgiverne kun har været involveret i meget få børsnoteringer.<sup>282</sup> Rådgiverne og virksomhederne udarbejder således prospekter ud fra, hvad der er kutyme i branchen, som er at prospekter bliver udarbejdet efter internationale standarder.

Derfor kunne et løsningsforslag til denne problematik være, at der bliver udarbejdet klarere retningslinjer for, hvorledes prospekterne skal udarbejdes. Det kunne eksempelvis være en skabelon som virksomhederne og rådgiverne har mulighed for at følge, når der skal udarbejdes et prospekt.

---

<sup>281</sup> Schmidt, Mikael Philip, Boysen Caroline & Andersen Jakob Gregers - Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter (2017) s. 61

<sup>282</sup> Afsnit 3.5.2



Skabelonen skal indeholde en skematisk oversigt over den måde, hvorpå prospektet skal udarbejdes og angive hvor mange sider de enkelte punkter i prospekter bør udgøre. Skabelonen kan på den måde være en indikator for virksomhederne for hvor meget der skal stå i hvert afsnit, så de lange prospekter forebygges. Denne skabelon vil på den måde kunne fungere som en slags “best practice” som virksomhederne har mulighed for at følge. En sådan skabelon vil ligeledes kunne betyde, at prospekter i højere grad vil være tilpasset virksomheden, så prospektet kommer til at afspejle virksomheden bedst mulig i forhold til deres egentlige markedsværdi.<sup>283</sup> Det betyder, at en mindre virksomhed som skal udarbejde et prospekt, ikke skal udarbejde et prospekt i samme omfang som de prospekter, der bliver udarbejdet af virksomhederne på Fondsbørsen.

Som det fremgår af afsnit 2.2.2 har Finanstilsynet udstedt Prospektbekendtgørelsen som indeholder de overordnede krav til prospektets format. I forbindelse med dette kunne Finanstilsynet udarbejde en sådan skabelon, som virksomhederne vil kunne bruge som et hjælpeværktøj, til udarbejdelsen af prospektet.

En grundlæggende skabelon for, hvorledes prospekterne i fremtiden vil skulle udarbejdes vil muligvis mindske den lange ansvarsfraskrivelse som prospekterne har form af i dag. Dette vil måske ligeledes kunne bidrage med en mere effektiv proces for børsnoteringerne og færre omkostninger for virksomhederne, da omkostningerne ved at producere prospekterne er tunge. De omkostninger som virksomhederne har ved udarbejdelse af prospektet vil i sidste ende indregnes i noteringskursen som virksomhedens aktier udbydes til.<sup>284</sup>

Også investorerne vil kunne få gavn af et sådant værktøj, såfremt en skabelon vil påvirke prospektets indhold og længde. Med et prospekt, der er udarbejdet efter skabelonen vil mængden af information i prospekterne formentlig blive bedre tilpasset virksomhedernes behov. Dette vil skabe et mere transparent prospekt til gavn for investorerne, da prospekterne ved hjælp af skabelonen vil blive kortere og mere konkrete, hvilket vil bidrage til en bedre forståelse hos investorerne.

I forhold til Prospektforordningen II der muliggør at beløbet for, hvornår prospektpligten indtræder forhøjes til 8 mio. euro synes det at være et godt initiativ til gavn for SMV'erne.

Udbud, der normalt vil være underlagt prospektpligten over de 5 mio. euro, vil dermed ikke længere være underlagt prospektpligten for de 8 mio. euro, og mange SMV'er vil kunne opleve, at de på den

---

<sup>283</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq (2014) s. 11

<sup>284</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Nasdaq, (2014) s. 11

måde vil få lettere adgang til risikovillig kapital, fordi der vil være længere op til grænsen for hvornår prospektpligten indtræder. Hvis de 8 mio. euro skal have den ønskede effekt, som er at lette prospektpligten for virksomheder, hvis udbud ligger under de 8 mio. euro kræver det, at processen for virksomhedsbeskrivelsen beskrevet i afsnit 2.3.1 ændres. Hvis virksomhederne på First North ikke er underlagt prospektpligten, er de underlagt pligten til at udarbejde en virksomhedsbeskrivelse.

Såfremt udarbejdelsen af virksomhedsbeskrivelserne ligner prospekterne, vil den mulige hævelse af grænsen til 8 mio. euro ikke have nogen betydning, da meningen med de 8 mio. euro er at udvide mængden af SMV'er, som kan blive børsnoteret uden et prospekt, og som derfor vil opleve en lempeligere proces, end hvis de bliver omfattet af prospektpligten, og dermed får lettere adgang til risikovillig kapital.<sup>285</sup>

Virksomhedsbeskrivelsen skal fungere som det den er beregnet til, netop et lempeligere krav end prospekterne til virksomhederne der er noteret på First North. Hvis de 8 mio. euro derfor skal have den ønskede effekt af dette, så skal virksomhedsbeskrivelserne udformes, så de bliver bedre tilpasset de virksomheder der børsnoteres på First North. Nasdaq, som er udsteder af kravene til virksomhedsbeskrivelsen, kunne med fordel kigge på AktieTorgets model for virksomhedsbeskrivelserne. Kravene til virksomhedsbeskrivelsen på First North og AktieTorget er stort set de samme, men hos AktieTorget er der udarbejdet en vejledning i form af en skabelon.<sup>286</sup> Her har virksomhederne mulighed for at udfylde ud fra skabelonen, og hvor vejledningen til udfyldningen af virksomhedsbeskrivelsen fremgår direkte af skabelonen.

Denne model som AktieTorget har udarbejdet, vil på det danske marked kunne bidrage til virksomhedsbeskrivelser, der bliver betydelig kortere og mere specifikke end de virksomhedsbeskrivelser, der ses i dag og som mest af alt minder om prospekter.

Et løsningsforslag til forebyggelse af lange og prospektlignende virksomhedsbeskrivelser vil derfor kunne være at implementere AktieTorgets model for udarbejdelsen af virksomhedsbeskrivelsen.

I medfør af den nye Prospektforordning er der blevet introduceret et nyt begreb - EU-vækstprospekter, hvis formål er at være lempeligere prospekter tiltænkt SMV'er.<sup>287</sup> Det er dog endnu uklart, hvilke præcise krav, der vil være til EU-vækstprospekter og dermed også uklart, hvorvidt det vil være attraktivt for First North ansøge om at blive et EU-vækstmarked. Hvis de, i

---

<sup>285</sup> Afsnit 2.2.3

<sup>286</sup> Afsnit 2.3.1

<sup>287</sup> Afsnit 2.2.3.1

afsnit 2.2.3.1, behandlede EU-vækstprospekter viser sig at skulle indeholde færre oplysninger, og dermed være lempeligere end de almindelige prospekter, anbefales det at First North ansøger om at blive et EU-vækstmarked så virksomheder, der ønskes optaget til handel på First North, kan nøjes med at udarbejde et EU-vækstprospekt frem for et almindeligt prospekt.

## 4.2 Lavere beskatning og simplere skatteregler

Såfremt der skal gang i markedet for børsnoteringer af SMV'er i Danmark skal incitamentet, hos de private investorer, til at foretage investering i aktier generelt øges. Incitamentet til at investere afhænger af den potentielle gevinst, der er forbundet med investeringen.<sup>288</sup> Investering i SMV'er er ofte forbundet med en høj risiko, men modsvares af et muligt afkast, der er væsentlig højere end afkast på investeringer, der er noteret til handel på Fondsbørsen.<sup>289</sup> Da private investorer antages at være risikoaverse jf. afsnit 3.2.1 skal incitamentet, til at foretage investeringer, behæftet med en høj risiko, øges ved en højere gevinst.

De danske skatteregler har en indvirkning på gevinstens størrelse, da en høj beskatning vil betyde at den samlede gevinst ved en investering mindskes,<sup>290</sup> hvorfor det vil være en oplagt løsning, på problemet med manglende investorer, at lette beskatningen af aktieavancer.

En ændring af beskatningen på aktieavancer, således at den maksimale beskatning, som i dag udgør 42 procent, reduceres og hvor der indføres en flad skat, således at alle aktieavancer bliver beskattet med den samme procent, vil kunne have betydning i forhold til private investorers incitament til at foretage investeringer. I dag beskattes aktieavancer forskelligt på baggrund af fastsatte beløbsgrænser jf. afsnit 2.4.1, hvilket foreslås ændret.

Et kompliceret regelsæt kan ligeledes betyde, at private investorer er tilbageholdende eller helt afholder sig fra at foretage investeringer. I de danske aktieavancebeskatningsregler ses det f.eks. at fradrag for tab på aktier behandles forskelligt alt efter, om aktierne er optaget en handel på et reguleret marked eller ej,<sup>291</sup> hvilken kan skabe forvirring hos investor.

Der er ikke tale om, at en ensretning af reglerne for fradrag ved tab på aktier direkte vil bidrage til, at private investorer vil begynde at investere mere, men en generel forenkling af skattereglerne, som i forvejen anses for værende kompliceret i Danmark, kan være med til at øge investors incitament.

---

<sup>288</sup> Afsnit 3.2.1

<sup>289</sup> Mere risikovillig kapital til danske vækstvirksomheder - Finans/Invest, oktober 2016

<sup>290</sup> Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst? Nasdaq, (2014)

<sup>291</sup> Aktieavancebeskatningslovens §§ 13-13A

En aktiesparekonto, som blev vedtaget i Danmark i efteråret 2017, kan ligeledes påvirke private investorers incitament, da kontoen kan medføre et forenklet system til både investering i aktier, men ligeledes til beregning af skatten på aktieavancer.

Den danske aktiesparekonto er dog begrænset til 50.000 DKK,<sup>292</sup> hvilket synes at have betydning i forhold til, hvor meget en sådan konto vil kunne betyde i forhold til de private investorers incitament. At kontoen bliver beskattes som lagerbeskatning menes ej hellere at bidrage til investors incitament. For at en sådan konto reelt kan øge private investorers incitament til investeringer foreslås det, at kontoen maksimale beløb hæves, og at gevinster, når disse er realiseret, ved investeringer foretaget på kontoen beskattes med en fast lav beskatningsprocent, som vil være mere identisk med den version af aktiesparekontoen, som haves i Sverige.

### **4.3 Analysedækning af aktier og en øget mediedækning**

Som det blev behandlet i afsnit 3.3.1. er analysedækning et værktøj til at øge investorinteressen i en aktie. Analysedækningen af aktier er et værktøj der bidrager til forståelsen af prospekterne og virksomhedsbeskrivelserne. For at øge den manglende analysedækning af aktierne i SMV'erne kunne det være en mulighed at lade centrale aktører som staten eller Nasdaq OMX Copenhagen finansiere analytikerdækningen af SMV'erne der er noteret på First North. First North kunne anvende den løsning som AktieTorget har og som er beskrevet i afsnit 3.3.1. AktieTorget har samarbejdsaftaler med analytiker der sørger for at alle virksomheder der er optaget på AktieTorget får analyseret de noterede aktier.

På den måde får alle SMV'erne der er noteret på AktieTorget dækket deres aktier og på den måde har alle de interesserede investorer adgang til de analyser der vil være interessante for dem. AktieTorget har samarbejdsaftaler med analytikere og mediebyureauer skaber en øget opmærksomhed omkring SMV'er.

Den øgede opmærksomhed vil resultere i en øget interesse af SMV'erne, som er noget det danske marked mangler. Hvis First North havde en løsning der mindede om AktieTorget, i forhold til samarbejdsaftalerne, vil incitamentet til at blive børsnotere sig formentlig øges da virksomhederne

---

<sup>292</sup> Aftale om erhvervs - og iværksætterinitiativer 12-11-2017

vil opleve at fokuset på virksomhederne børsnoteret på First North vil blive større og at interessen omkring virksomhederne på First North øges qua analysedækningen og mediebevågenheden.

Formålet med en øget analysedækning og mediedækning er at give investorerne et grundlag at vurdere virksomhederne ud fra. Det betyder at analysedækningen og mediedækningen skal fungere som værktøjer til brug for investorerne i vurderingsprocessen. Det kræver at virksomhederne aktivt øger indsatsen for at blive væsentlig mere synlige på markedet men samtidig også at der sker en bedre analysedækning af disse typer af virksomheder.

Dermed foreslås det, at First North får muligheden for at facilitere måder hvorpå investorer og pressen har mulighed for at mødes med de virksomheder der er noteret på First North, for at øge interessen for virksomhederne. First North vil skulle hjælpe med at afholde diverse arrangementer som henvender sig specifikt til relationen mellem investorer og SMV'erne. Det kunne eksempelvis være afholdelse af small cap kapitalmarkedsdage.<sup>293</sup>

#### **4.4 Svenske rådgiveres erfaring på det danske marked**

Rådgiverne er en vigtig del i en børsnoteringsproces. Ved notering på First North er der krav om, at virksomheden får tilknyttet en Certified Advisors, og ved notering på AktieTorget bliver virksomheden automatisk tilknyttet en intern rådgiver.<sup>294</sup> Antallet af rådgivere kan have en direkte indflydelse på omkostningerne forbundet med en børsnotering, og ligeledes på kvaliteten.<sup>295</sup>

I Danmark ses det at der kun er otte virksomheder, der har tilladelse til at fungere som Certified Advisor, og kun syv, der har erfaring med børsnotering på First North. En øgning i antallet af Certified Advisors kan i teorien have en positiv påvirkning på omkostningerne, da øget konkurrence vil tvinge priserne ned. Det kan dog diskuteres, hvorvidt flere Certified Advisors uden erfaring reelt vil kunne påvirke konkurrencen, da det må antages at virksomhederne vil foretrække at vælge en Certified Advisor, som har erfaring fra børsnoteringer på First North. Derimod vil en øgning af Certified Advisors med erfaring kunne bidrage til mere konkurrencedygtige priser. Svenske Certified Advisors i Danmark vil således kunne bidrage til konkurrencen, men de svenske Certified

---

<sup>293</sup> Vækst, aktiekultur og børsnoteringer - analyse og forslag til løsninger, Børsmæglerforeningen marts 2016 s. 18

<sup>294</sup> Afsnit 3.5.3

<sup>295</sup> Afsnit 3.5.1

Advisors har, som nævnt<sup>296</sup>, en større erfaring, hvilken vil kunne bidrage til børsnoteringer af højere kvalitet.

En måde, hvorpå dette vil kunne lade sig gøre er, at lade de svenske Certified Advisors få mulighed for at kunne fungere, som Certified Advisors i Danmark. I dag skal en Certified Advisor have tilladelse til at fungere som Certified Advisor på det enkelte marked,<sup>297</sup> således at det oftest ses, at en svensk Certified Advisor kun har tilladelse til at fungere som Certified Advisor i Sverige. First Norths regelsæt er identiske i Danmark og Sverige,<sup>298</sup> hvorfor en svensk Certified Advisor som udgangspunkt godt vil kunne fungere som Certified Advisor i Danmark, f.eks. ved åbning af en filial i Danmark.

I afsnit 3.5.2 blev det ligeledes behandlet at advokaternes udarbejdelse af prospekter og virksomhedsbeskrivelser har en betydning i forhold til både omkostninger og kvalitet.

Udover løsningsforslagene i afsnit 4.1 kunne det ligeledes tænkes, at et tættere samarbejde mellem danske og svenske advokater vil kunne gavne virksomhederne, der børsnoteres. Især prospekternes og virksomhedsbeskrivelsernes længde og omfattende indhold har været nævnt<sup>299</sup> som en begrænsende faktor i forhold til børsnotering af SMV'er.

Et samarbejde mellem svenske og danske advokathuse, hvor danske advokater får hjælp og inspiration til, hvordan der udarbejdes kortere prospekter, samtidig med at kvaliteten af indholdet sikres, vil være til gavn for både virksomhederne, og investorerne.

AktieTorgets model med interne rådgiver, har været nævnt som en fordel i det danske marked, som ses i dag.<sup>300</sup> I forhold til erfaring og omkostninger har AktieTorget, den fordel, at de let kan trække på den erfaring, som AktieTorget har fra Sverige, hvilket vil være til gavn for virksomhederne. Det foreslås ikke at First North ændrer model, da First North i Sverige, med samme rådgivermodel som i Danmark, fungerer godt, hvorfor samarbejde på tværs af landegrænser, samt mulighed, og en opfordring til at svenske Certified Advisors åbner filialer i Danmark, anses for værende et forslag, som kan gavne markedet for børsnoteringer af SMV'er i Danmark.

---

<sup>296</sup> Afsnit 3.3.2

<sup>297</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook 03-01-2018 kapitel 5

<sup>298</sup> Nasdaq First North Nordic Rulebook 03-01-2018 kapitel 5

<sup>299</sup> Afsnit 2.2.2 og 3.3.2

<sup>300</sup> Afsnit 3.5.3.1

#### 4.5 Aktivering af danske pensionskasser

I afsnit 3.4 blev der foretaget en analyse af de institutionelle investorer, især med fokus på pensionskasserne. Her blev det klarlagt, at pensionskasserne, af forskellige årsager, ikke er aktive spillere som investorer i børsnoterede SMV'er. En stor del af danskernes formue er opsparet i pension, hvorfor det giver mening at se på pensionskassernes investering af disse midler. Pensionskassernes investering spiller ligeledes en rolle i de private investorers incitament til at investere, da store investorer i en virksomhed medføre stabile aktiekurser.<sup>301</sup>

Helt konkret foreslås det, at der ændres i setuppet hos pensionskassernes, således at der skabes gennemsigtighed omkring, hvad, og hvordan pensionskasserne investerer.<sup>302</sup> Den enkelte pensionskunde skal være bekendt med, hvad deres pensionsmidler placeres i hos den respektive pensionskasse, så pensionskunder i højere grad kan vælge deres pensionskasse baseret på, hvilke præferencer pensionskunden har, i forhold til, hvad dennes pensionsmidler investeres i.

Såfremt pensionskunderne begynder at efterspørge investering i børsnoteret SMV'er, vil der med stor sandsynlighed ses pensionskasser, som vil begynde at tilbyde dette. Der er tale om midler, der tilhører pensionskunderne, hvorfor det giver mening at pensionskunderne selv får mulighed for 1) at vide hvad disse midler placeres i 2) at bestemme, hvad disse midler placeres i fremadrettet.

I afsnit 3.4 blev det gennemgået, at pensionskasserne ofte outsourcer deres aktiemandat til større pensionskasser, og til tider til udenlandske kapitalforvaltere, og som på baggrund af stordriftsfordele placerer store puljer i de enkelte virksomheder.

Det foreslås, at pensionskasserne, i højere grad end i dag, investerer deres midler selv, fremfor at outsource investeringsarbejdet, samt inddeler investeringerne i mindre puljer, som specifikt kan investeret i børsnoteret SMV'er. En sådan ændring vil kunne ændre på pensionskassernes incitament til at investere i SMV'er, hvilket både har betydning i forhold til incitamentet til børsnotering fra virksomhedens synspunkt, men ligeledes i forhold til incitamentet hos de private investorer.<sup>303</sup>

---

<sup>301</sup> Afsnit 3.4

<sup>302</sup> Regeringens erhvervs- og iværksætterudspil - sammen om fremtidens virksomheder, sep. 17

<sup>303</sup> Afsnit 3.4

#### 4.6 En aktiekultur til gavn for børsmarkedet

I modsætning til de få børsnoteringer af SMV'er, der er set i Danmark siden indførelsen af First North i 2005, er der i Sverige set en hel del flere af disse børsnoteringer.<sup>304</sup> I perioden 2014-2016 er der blevet børsnoteret 35 gange så mange SMV'er som i Danmark i den samme periode.<sup>305</sup> Yderligere har der de senere par år ligeledes været en del danske SMV'er, der har ladet sig børsnoteret i Sverige, på enten First North eller AktieTorget. Forklaringen ligger blandt andet i at der i Sverige ses et bedre investorlandskab og en generel funderet aktiekultur.<sup>306</sup> En aktiekultur er således en betegnelse for den kultur, der er i et land, i forhold til investering i aktier, og herunder i forhold til investeringer i aktier på de alternative markedspladser.

Af ovenstående forslag til ændringer ses det, at forslagene om analysedækning af aktier, mediedækning, skattereglerne og aktivering af pensionskasserne er tiltag, der kan bidrage til at få skabt en aktiekultur. Såfremt private investorers interesse for investering i SMV'er bliver vækket, enten som et resultat af, at beskatningen af aktieavancer er lavere, eller at der analyser af aktier tilgængelig for investorerne, og en øget opmærksomhed på investeringer i sådanne aktier, vil en øget investorinteresse kunne bidrage til en bedre aktiekultur i Danmark.

Aktivering af pensionskasserne som investorer i SMV'er vil være et nyt tiltag, som ligeledes menes at kunne bidrage til en bedre aktiekultur, da pensionskassernes investeringer, kan påvirke de private investorers investeringer.<sup>307</sup>

En overordnet løsning på de manglende børsnoteringer af SMV'er i Danmark vil derfor være at få skabt en bedre aktiekultur. Ovenstående forslag skal derfor ses som forslag, der samlet set vil kunne bidrage til at få skabt en aktiekultur i Danmark, som vil kunne påvirke SMV'erne lyst til at blive børsnoteret.

Hvor en del af forslagene menes at kunne ændre aktiekulturen vil en ændring af prospektreglerne, og forslaget om svenske rådgivere på det danske marked og et samarbejde mellem danske og svenske advokater være forslag, som vil være til gavn for virksomhederne i forhold til både arbejdet i forbindelse med en børsnotering, samt de omkostninger, der er forbundet med en børsnotering. Forslagene menes derfor at kunne have en betydning i forhold til SMV'ernes lyst til at blive børsnoteret.

---

<sup>304</sup> Flere børsnoteringer til gavn for Danmarks vækst - AxcelFuture, april 2016

<sup>305</sup> Regeringens erhvervs- og iværksætterudspil - sammen om fremtidens virksomheder, september 17

<sup>306</sup> Svensk børsrådgiver om børsmarked: I har et problem, Danmark, Finans Watch, 18-04-2017

<sup>307</sup> Afsnit 3.4



Udover ovenstående forslag er der på nuværende tidspunkt allerede igangsat en del initiativer fra forskellige markedsaktører, som menes at kunne bidrage til en bedre aktiekultur. Vækstfonden har blandt andet udtrykt, at de er villige til at gøre en aktiv indsats i forsøget på at få skabt en bedre aktiekultur, ved at fungere som Corner-stone investor i børsnoteret SMV'er, som vil bidrage til at skabe likviditet og stabile priser på aktierne.<sup>308</sup> Dette vil kunne have betydning i forhold til både de private og institutionelle investorers incitament til at investerer.

---

<sup>308</sup> Afsnit 3.4

## 5. Kapitel: Konklusion

SMV'ers manglende børsnotering i Danmark kan bl.a. skyldes de krav, der er i forbindelse med udarbejdelsen af prospekter, såfremt SMV'erne er underlagt prospektpligten. Kravene til virksomhedens prospekt, medfører ofte at prospekterne bliver meget lange og omstændige for virksomheden at udarbejde, hvorfor det kan virke uoverskueligt for SMV'er, at skulle udarbejde et prospekt.

Udarbejdelse af prospekter er en omkostningsfuldt affære, men på grund af den manglende erfaring som ses hos rådgiverne i Danmark, herunder advokaterne, synes omkostninger forbundet med prospekter er være endnu højere i Danmark, end i andre lande. Den manglende erfaring, på grund af de få børsnoteringer af SMV'er, hos rådgiverne har den konsekvens at prospekter til en SMV notering bliver udarbejdet ligesom prospekter til en børsnotering på Fondsbørsen, hvilket betyder at prospekterne bliver længere og mere omfattende end det er tiltænkt ved børsnotering af SMV'er. I forhold til de højere omkostninger, som ses i Danmark, spiller antallet af rådgivere ligeledes en rolle. Et lavt antal af rådgiver, som ses i Danmark, vil have en negativ indvirkning på omkostningerne, da et lavt antal rådgivere betyder at der ikke er nok konkurrence på markedet.

Manglende investorlandskab, som både omfatter private og institutionelle investorer, har ligeledes en betydning i forhold til de manglende børsnoteringer af SMV'er, hvorfor investorenes rammevilkår er af betydning for SMV'erne.. For private investorer har den danske beskatning af aktieavancer en betydning i forhold til lysten til at investere. En høj beskatning af aktieavancer vil medføre, at den samlede gevinst ved en investering mindskes. Investering i SMV'er medfører en høj risiko, hvorfor en sådan risiko skal kompenseres af en høj mulig gevinst. Jo højere en beskatning, des lavere incitament har de private investorer til at foretage investeringer, og manglende lyst til at investere i SMV'er vil afholde virksomhederne fra at blive børsnoteret.

De private investorers manglende investeringer i SMV'er kan ligeledes skyldes, at der i Danmark ikke er aktieanalyse af sådanne investeringer, hvilket betyder at de private investorer har begrænset kendskab til investeringer, og risikoen ved investeringen forhøjes dermed.

Pensionskasserne som de institutionelle investorer, ses ej heller at være særlig aktive som investor i SMV'er, da pensionsmidler i de danske pensionskasser er samlet på få hænder, hos store porteføljeformidlere, hvilket betyder at de beløb, der investeres ofte er meget store, og langt større end, hvad der er attraktivt i forhold til at placere beløbene i aktier i små SMV'er. Ses der på, hvad

pensionskasserne investerer i, ses det ligeledes at kun en meget lav andel af pensionsmidlerne er placeret i aktier. En manglende eller dårlig likviditet i særligt SMV'ernes aktier, som ses på grund af mangel af både private og andre institutionelle investorer, vil betyde, at en investering i aktier i en børsnoteret SMV ikke er attraktiv for pensionskasserne.

Et manglende investorlandskab, har således en negativ indvirkning på SMV'ernes lyst til at blive børsnoteret, og det danske investorlandskab er således en af årsagerne til, hvorfor der i Danmark ikke ses særlig mange SMV'er, der bliver børsnoteret.

Den danske aktiekultur spiller en essentiel rolle i den manglende børsnotering af SMV'er på det danske marked. Mange faktorer har en afgørende rolle for, hvorfor aktiekulturen ikke fungerer på samme måde som det ses i Sverige. Antallet af børsnoteringer er afhængig af om der er investorer nok på markedet til at investere, hvor en forbedret aktiekultur vil kunne ændre på investorerne aktivitet på markedet og gøre det attraktivt at investere i de noterede SMV'er. Ændringer som en højere mediedækning af virksomhederne, bedre analysedækning SMV'ers noterede aktier, lavere beskatning af gevinster og en aktiesparekonto som simplificerer administrationen af aktieinvesteringer er alle med til at forbedre aktiekulturen i Danmark. Hvis investorerne ikke investerer er SMV'erne heller ikke villige til at lade sig børsnotere på det danske marked, hvorfor en forbedring af aktiekulturen i Danmark er nødvendig.

En øget gennemsigtighed omkring, hvad pensionskasserne investerer i, således at pensionskunder kan have indflydelse på, hvad deres penge investeres i, kan øge mængden af pensionsmidler investeret i SMV'er. At især de mindre pensionskasserne ikke fremadrettet outsourcer deres aktiemandat til store porteføljeformidlere, men i stedet selv står for placeringen af pensionsmidlerne, vil ligeledes kunne betyde, at investering i SMV'er bliver mere attraktivt. Disse tiltag vil kunne skabe en bedre aktiekultur, som vil have en positiv indvirkning på antallet af børsnoteringer af SMV'er.

Lempeligere prospektregler, eller vejledning og skabelonen, som kan hjælpe rådgiverne med, at få udarbejdet prospekter, der i højere grad matcher SMV'erne, vil have en betydning for SMV'erne i både forhold til den arbejdsbyrde og de omkostningerne, der er forbundet med en børsnotering. Såfremt SMV'erne møder lempeligere krav sammen med en reduktion i omkostninger, vil børsnotering fremstå som mere attraktivt for SMV'er end det ses i dag, hvorfor sådanne ændringer, vil kunne bidrage positivt til antallet af børsnoteringer blandt SMV'er i Danmark.

## Litteraturliste

### Hjemmesider:

Erhvervsstyrelsen, *Happy Helpers' virksomhedsdata*, 14 maj 2018

<https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=virksomhed&id=36711515&soeg=Happy%20Helper&type=Alle>

Finanstilsynet, *Om den nye Prospektforordning*, 14 maj 2018

<https://www.finanstilsynet.dk/da/Tilsyn/Prospekter/Den-nye-prospektforordning>

Det Europæiske Råd, Rådet for Den Europæiske Union, *Nye regler om prospekter: bedre adgang til kapitalmarkederne for virksomheder*, 14 maj 2018

<http://www.consilium.europa.eu/da/policies/capital-markets-union/prospectus/>

FSR, Danske Revisorer, *Lettere adgang til børsmarkeder for SMV'er*, 14 maj 2018

[https://www.fsr.dk/Faglige\\_informationer/Regnskaber/Internationalt/EU/Lettere%20adgang%20til%20borsmarkeder%20for%20SMV'er](https://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Regnskaber/Internationalt/EU/Lettere%20adgang%20til%20borsmarkeder%20for%20SMV'er)

SKAT, *Personbeskatning - satser og beløbsgrænser*, 14 maj 2018

<https://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=2035568>

Skatteverket, *Investeringsparkonto*, 14 maj 2018

<https://www.skatteverket.se/privat/skatter/vardepapper/investeringsparkontoisk.4.5fc8c94513259a4ba1d800037851.html>

Nationalbanken, *Danskerne fravælger indlån med binding*, 14 maj 2018

[http://www.nationalbanken.dk/da/statistik/find\\_statistik/Sider/2017/Danskerne-fravaelger-indlaan-med-binding.aspx](http://www.nationalbanken.dk/da/statistik/find_statistik/Sider/2017/Danskerne-fravaelger-indlaan-med-binding.aspx)

Youtube.com, *Aktietorget presenterer på Sedermeradagen i Köpenhamm 2018*, 14 maj 2018

[https://www.youtube.com/watch?v=0Hr6hF65\\_ek&t=4s](https://www.youtube.com/watch?v=0Hr6hF65_ek&t=4s) ,

Berlingske Media, *Berlingskes læsere har penge, de ved hvad de vil have og de bruger deres penge*, 14 maj 2018

<http://annoncering.berlingske.dk/da-dk/audience>

Slideshare.dk, *Eksempel på investorpræsentation*, 14 maj 2018

<https://www.slideshare.net/bendtsen/investorpresentation>

Shareholders.dk, *Definition af institutionel investor*, 14 maj 2018

<http://www.shareholders.dk/investorordbogen/1411/institutionel-investor>

Investeringsbloggen.dk, *Definition af institutionelle investorer*, 14 maj 2018

<http://investeringsbloggen.dk/institutionelle-investorer/>

Uvildige.dk, *Hvad er bedst aktier eller obligationer?* 14 maj 2018

<https://uvildige.dk/hvad-er-bedst-aktier-eller-obligationer.aspx>

Nasdaq OMX, *Nasdaq First North Certified Advisors*, 14 maj 2018 <http://business.nasdaq.com/list/listing-options/European-Markets/nasdaq-first-north/certified-advisers/>

Nasdaq OMX, *First North listings 2017*, 14 maj 2018

<http://www.nasdaqomxnordic.com/news/listings/firstnorth/2017>

AktieTorget, *Guidance and Service*, 14 maj 2018

<https://www.aktietorget.se/for-companies/what-we-offer/guidance-and-service/>

### **Artikler:**

Philip, Marianne; Lundgren, Christian; Geertsen, Christina Bruun; Dalhoff, Pernille Høstrup; Navntoft, Agnes Cathrine, (2017, marts) "*Børsnotering - mere end blot kapitalfremskaffelse*". Kromann Reumert

Damsgaard, Kenneth (2017, 26 november) "*Småt er godt: Derfor skal der risikovillig kapital til SMV'erne*". Berlingske Business

Philip, Marianne (2013) "*Børsnoteringer - sådan skaber vækst, analyse af børsintroduktioner i Danmark*". Kromann Reumert

Næss-Schmidt, Helge Sigurd; Heebøll, Christian; Larsen, Dan Thor. "*Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital*". Axcelfuture og IPO Advisory Group (2016, 28 april)

Sperling, Joachim; Næss-Schmidt, Helge Sigurd; Heebøll, Christian. "*Mere risikovillig kapital til danske vækstvirksomheder*". Finans/Invest, (2016, oktober)

Loumann, Anne Louise. (2017, 18 april) "*Svensk børsrådgiver om børsmarked: I har et problem, Danmark*". FinansWatch

Frigast, Christian. (2016, april). "*Flere børsnoteringer til gavn for Danmarks velstand og velfærd*". Axcelfuture

Nasdaq OMX, (2014, juni) "*Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst – analyse og katalog over løsningsforslag*".

Schmidt, Mikael Philip; Boysen, Caroline; Andersen, Jakob Gregers (2017) "*Den nye prospektforordning - en gennemgribende revision af reglerne for prospekter*". Revisions og Regnskabsvæsen nr. 11

Ritzau (2017, 30 november) "*Svensk minibørs kommer til Danmark*". Børsen

Erhvervsministeriet (2018, 25 januar) ”Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder i Danmark, Sverige, Norge og UK” Copenhagen Economics

Cepos (2017, 16 januar) ”Danmark har den 3. højeste skat på aktieindkomst blandt OECD-lande”  
www.cepos.dk

Falk-Sørensen, Peter (2017, 1 maj) ”Investorerne (og samfundet) vil tjene på forenkling og lavere skat på aktieavancer”, [www.finans.dk](http://www.finans.dk)

Kaasgaard, Anders; Holberg, Claus, Sørensen West, Kristoffer (2018, 15 februar) ”Lovforslag skal styrke aktie- og iværksætterkultur ” DLA Piper

Nielsen, Jørn og Petersen, Jakob (2016, 9 december) ”Sådan fungerer den svenske investeringssparkonto”, Dansk Aktionærforening,

Andersen Brøndgaard, Kasper (2017, 12 november) ”Danskerne får en skrabet aktiesparekonto med 17 pct. skat” Finans.dk

Bocian, Steen (2018, januar) ”Investeringsfattigt opsving”. Dansk Erhvervs Perspektiv, analyse, økonomi, baggrund

Berlingske Business (2012, 24 maj) ”Private investorer skal plejes”

Wirgowitsch, Lisbeth (2017, 25 november) ”Vi skal tale aktier, som vi taler fodbold og politik” Berlingske Business

Børsmæglerforeningen (2016, 16 marts) ”Vækst, aktiekultur og børsnoteringer - analyse og forslag til løsninger”. Børsmæglerforeningens årsmøde

Ritzau Finans (2017, 11 april) ”Pensionskasser: Vækstfonden er alene om små børsnoteringer”, Berlingske Business

Dansk Erhverv og AxcelFuture (2016, april) ”Investorerens syn på IPO-markedet” Sampension

Erhvervsministeriet (2017, 7 april) ”Vækstfonden vil børsnotere virksomheder i Danmark”

### **Konferencer og e-mails**

Dansk Erhvervs konference ”Vejen til børsmarkedet” d. 22/01/2018

Talsperson hos AktieTorget i Danmark, e-mail, marts 2018

### **Bøger:**

- Tvarnø, Christina D. & Nielsen Ruth; Retskilder og Retsteorier, 4. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, (2014)
- Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik; Børs- og kapitalmarkedsret, 5. udgave, 1. Oplag, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, (2012)
- Andersen, Ib; Den skinbarlige virkelighed, 3. udgave, Forlaget samfundslitteratur (2005)
- Knudsen, Christian; Økonomisk metodologi bind 2 – virksomhedsteori og industriøkonomi, 2. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag (1997)
- Schmidt, Mikael Philip; Prospektretten, 1. udgave, 1. oplag, Karnov Group Denmark (2016)
- Kure, Henrik; Finansieringsret, 1. udgave, 1. oplag, Karnov Group Denmark (2015)
- Nielsen, N.E og Kaarsgaard, Anders; Børsnotering i Danmark, DLA Piper Denmark, (2017)
- Sevenius, R & Örtengren, T.; Börsrätt, 4. Oplag, Studentlitteratur AB (2017)
- Michelsen, Askholt, Bolander, Engsig, Madsen, Laursen og Jeppesen; Lærebog om indkomstskat, 16. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag (2015)
- Banner-Voigt, Erik og Underbjerg Poulsen, Preben; Aktieavancebeskatning, 3. udgave, Karnov Group Denmark (2013)
- Frank, Robert & Cartwright, Edward; Microeconomics and behaviour, McGraw-Hill Education (2013)
- Chresten Koed & Michael Nielsen, Complet Kompendium i Finansiering, 1. udgave, Aspiri (2008)

### **Retskilder:**

*Kapitalmarkedsloven*, Lov om kapitalmarkeder, Lov nr. 650 af 08/06/2017

*Prospektbekendtgørelsen*, Bekendtgørelse om prospekter. BEK nr. 1176 af 31/10/2017

*Prospektforordning*, Kommissionens delegerede forordning (EU) Nr. 486/2012 af 30. marts 2012 om ændring af forordning (EF) nr. 809/2004 for så vidt angår format og indhold af prospektet, basisprospektet, resuméet, og de endelige vilkår samt for så vidt angår oplysningskravene.

*Prospektforordningen II*, Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 af 14. juni 2017 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked

*Svensk skattelov*, Inkomstskattelag (1999/1229)

*Aktieavancebeskatningsloven*, Lov om den skattemæssige behandling af gevinster og tab ved afståelse af aktier m.v. LBK nr. 1148 af 29/08/2016.

Nasdaq - Regler for udstedere af aktier af 3. januar 2018

Anbefalinger for god selskabsledelse

Nasdaq First North Nordic Rulebook af 3. januar 2018

Noteringsmemorandum inför notering på AktieTorget Avprickningslista och riktlinjer af 13-02-2018

#### **Udspil og aftaler fra Regeringen:**

Regerings erhvervs- og iværksætterudspil - sammen om fremtidens virksomheder sep. 2017

Aftale om erhvervs- og iværksætterinitiativer 2017

#### **Prospekter og virksomhedsbeskrivelser:**

Happy Helper A/S

Green Mobility A/S

Agillic A/S