



SMV'ers adgang til kapitalmarkedet i Danmark - i lyset af den nye prospektforordning

Ditte Jorsal
Studienummer: 116054
Copenhagen Business School
Kandidatafhandling
Cand.merc.jur

Aflevering: 15. maj 2019

Juridisk vejleder: Peer Shaumborg-müller
Økonomisk vejleder: Peter Høgsted

Anslag: 177.576

Abstract

The stock market in Denmark is characterized by the listing of very large companies and only a few small and medium-sized companies (SMEs). The stock market is an effective way to raise capital via public offerings to support the growth and development of the company, hence, listed SMEs often have more successful growth that is for the benefit of investors, companies and society. A public offering will be subject to a requirement to prepare a Prospectus when offering securities. The Prospectus is a document that contains all the necessary information about the issuer of securities and enables the investor to do an informed decision on whether to invest in a particular offering or not.

The EU Commission has made a revision of the Directive 2003/71/EC (Prospectus Directive). The purpose is to strengthen the source of funding for businesses, including SMEs, in parallel to the banking sector. Regulation (EU) 2017/1129 (Prospectus Regulation) will be implemented 21 July 2019. The revision of the Prospectus Directive aims to make prospectuses less of a burden to SMEs and thereby making it more attractive to raise capital via the stock market. This thesis has focused on some of the potential consequences that derive from the regulation of Prospectus and discusses whether it improves the proportionality to the offering.

Due to the asymmetric information between the agent and the principal, a market failure arises. Therefore, the regulation of prospectuses is necessary to secure the needed information are giving in the prospectus and the asymmetric information equalizes. The provisions are entirely necessary in order to provide a stock market that investors can trust. The investor has to rely on the market, or else the market will become inefficient. Eugene Fama put forward his famous hypothesis, stating that the capital markets are efficient. However, the result of the analysis indicates that the Danish SME market seems inefficient at the present time. The SME market is expected to be more efficient as a consequence of implementation of the Prospectus Regulation. Finally, the thesis concludes that the simplification of the prospectus rules establishes the framework for providing shorter and more precise content of the Prospectus, but it will be up to the market players to change the practice for preparation of prospectuses. In that connection, the regulation is not ambitious enough to fully meet the purpose of the Prospectus Regulation. It will probably require a more comprehensive revision of the prospectus regime. The focus should be on how to reduce the costly processes that relates to the preparation of prospects.

Indholdsfortegnelse

Abstract	1
1. Indledende afsnit	4
1.1 Indledning	4
1.2 Problemstilling	6
1.3 Afgrænsning.....	7
1.4 Metode	8
1.5 Definition af SMV'er.....	9
2. Juridisk afsnit.....	11
2.1 Introduktion til kapitalmarkedsretten	11
2.2 Markederne.....	12
2.2.1 Regulerede markeder	13
2.2.2 Multilaterale handelsfaciliteter	13
2.2.3 SMV-vækstmarkeder.....	15
2.3 Prospektprocesser	16
2.3.1 Prospektets formål og indhold.....	18
2.4 Regulering af prospektkravene	20
2.4.1 Det juridiske grundlag.....	20
2.4.2 Overgang fra direktiv til forordning	22
2.5 Den nye prospektforordning	23
2.5.1 Prospektpligten	24
2.5.2 Typer af prospekter	28
2.5.3 Prospektets indhold.....	31
2.5.4 Prospektansvaret.....	35
2.5.5 Tilsyn og godkendelse	36
2.6 Prospektforenklingens betydning for SMV'er.....	36
2.7 Juridisk konklusion.....	37
3. Økonomisk afsnit.....	39
3.1 SMV'er i Danmark	39
3.2 Udfordringer på First North i København	40
3.3 Investors informationsbehov	42
3.4 Asymmetrisk information.....	43
3.5 Principal /Agent-teorien	44
3.5.1 Agenten omkostninger	45
3.5.2 Agent-problemet i relation til børsnotering af en virksomhed	45
3.5.3 Signaling modellen	48
3.5.4 Adverse Selection.....	49
3.5.5 Morald hazard	51
3.5.6 Delkonklusion	52
3.6 Teori om effektive markeder.....	52
3.6.1 Hypotesen om kapitalmarkedets efficiens	53
3.6.2 Efficiens på SMV-markedet	55
3.6.3 Delkonklusion	57
3.7 Er prospektforenklingen Kaldor-Hicks efficient?.....	58
3.7.1 Investorsynsvinkel (Investorbeskyttelse)	60
3.7.2 Udstedersynsvinkel	63
3.7.3 Udsteders økonomiske konsekvenser	64
3.8 Økonomisk konklusion.....	67

4. Tiltag for at forbedre kapitalmarkedet for SMV'er	68
4.1 Lovgivningsmæssige forslag.....	68
4.2 Økonomiske forslag	68
5. Konklusion	71
6. Litteraturliste.....	74
6.1 Bøger	74
6.2 Publikationer.....	74
6.3 Artikler	75
6.4 Retskilder	76
6.6 Supplerende litteratur	77

1. Indledende afsnit

1.1 Indledning

Det danske kapitalmarked er kendetegnet ved børsnotering af meget store virksomheder og kun meget få små- og mellemstore virksomheder (SMV'er). Dette udgør en ikke uvæsentlig udfordring for den danske aktiekultur, særligt med sammenligning til det velfungerende børsmarked i Sverige, hvor SMV'er i langt højere grad bliver børsnoteret. Derfor er der fokus på at styrke investerings- og børsnoteringsklimaet i Danmark for mindre selskaber.¹ I Danmark står SMV'er for cirka to tredjedele af værditilvæksten og beskæftigelse i den private sektor og er derved en vigtig driver for vækst og jobskabelse i Danmark.² SMV'er spiller dermed en vigtig rolle i dansk økonomi. Igennem SMV'ers vækstforløb søger virksomhederne typisk efter egenkapital på forskellige markeder for risikovillig egenkapital, hvorfor finansiering af egenkapital på de finansielle markeder kan være en afgørende faktor for virksomhedens fremtidige vækst. Statistikker viser, at mindre virksomheder noteret på First North har en langt højere jobskabelse og omsætningsvækst end øvrige virksomheder, og det er derved en negativ konsekvens for væksten, at danske SMV'ere ikke har tilstrækkelig adgang til kapital fra aktiemarkedet.³ Fordelene ved en notering af virksomheden er desuden en mindre afhængighed af bankfinansiering, en højere grad af diversificering af investorer, lettere adgang til yderligere kapital samt større offentlig opmærksomhed. På trods af fordelene, er antallet af børsnoterede SMV'er siden finanskrisen været minimal.

Processen op til en børsnotering opfattes af mange virksomheder som besværlig, omkostningstung og uigennemskuelig. Herunder omfattes udarbejdelsen af prospektet som en byrdefuld omkostning i processen. Et af de vigtige tiltag for at skabe flere børsnotering i særligt SMV-segmentet er derfor at se på kravene til prospekter. Der træder nye prospektregler i kraft den 21. juli 2019 med få undtagelser af enkelte regler, der allerede er trådt i kraft. Pro-

¹ *Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst*, Analyse & katalog over løsningsforslag af Nasdaq OMX og *Her er planen, der får flere virksomheder på fondsbørsen* af Axcelfuture

² *Analyse af markederne for egenkapital* af Helge Sigurd Næss-Schmidt, Palle Sørense, Sabine Wilke, side 23

³ *Vækst, aktiekultur og børsnoteringer* Analyse og forslag til løsninger, Børsmæglerforeningen, side 3-4

spektforordningen (forordning nr. 2017/1129) erstatter EU's eksisterende prospektdirektiv og tilhørende prospektforordning. Vedtagelse af den nye prospektforordning er et afgørende skridt i etablering af Kapitalmarkedsunionen, der er et EU-initiativ, hvor et centralt mål er at lette adgang til finansiering for SMV'er for at fremme væksten og jobskabelsen i EU. Flere tiltag er iværksat, som led i handlingsplanen, for at udvikle nye finansieringskilder til SMV'er. Hovedformålet med den nye prospektforordning er at sikre investorbeskyttelsen og markedseffektiviteten og samtidig styrke det indre marked for kapital. I henhold til den nye forordning lempes kravene til et prospekt, og hensigten er at gøre prospektet til et mere relevant dokument i forhold til at bibringe investorerne den nødvendige viden og samtidig reducere den administrative byrde for de udstedende virksomheder ved udarbejdelsen af et prospekt. Et prospekt beskriver virksomhedens driftsmæssige forhold, og de finansielle instrumenter, der udbydes. Prospektreglerne er fra lovgivers side et tiltag for at imødegå investors informationsbehov for at investeringsbeslutningen træffes på et rigtigt grundlag. Prospektet er en væsentlig del af investors investeringsgrundlag, og betydningen af investor modtager den rette information er essentielt for at investor kan foretage afvejningen mellem risiko og potentiel indtjening. Udgangspunktet for investeringsbeslutningen kan træffes på et rigtig grundlag, må derfor være troværdig, relevant og fyldestgørende information. Siden indførsel af Prospektdirektivet i 2003 (direktiv 2003/71/EF), er informationsniveauet samt kvaliteten i de udstedte prospekter blevet højere. De mere omfangsrige prospekter har medført, at omkostninger forbundet med udstedelse af prospekter er steget. Derfor er det særligt for SMV'er blevet vanskeligere og mere kompliceret at få adgang til ny kapital over de finansielle markeder. Dertil inddebærer de mere omfangsrige prospekter, at prospekterne oftere har højere karakter af ansvarsfraskrivelse end reel investoroplysning, og gennemsigtbarheden af prospektets indhold derved forringes, idet de relevante informationer for investoren sløres blandt de mange generelle informationer og risici. Resultatet er, at prospekterne bliver langt mere uoverskuelige end prospektreglerne og hensynet til investorerne nødvendiggør. Spørgsmålet er om, der ved indførelsen af den nye prospektforordning, reelt er tale om en regelforenkling af prospektkravene, som kan ændre den nuværende praksis for udarbejdelse af prospekterne og derved lette administrative byrder ved børsnotering af SMV'er. Hertil er spørgsmålet endvidere, hvorvidt dette er foreneligt med hensynet til investorernes informationsbehov, og ændringerne kan gennemføres uden at gå på kompromis med investorbeskyttelsen og markedsintegriteten.

1.2 Problemstilling

Afhandlingen tager sit afsæt i SMV'ers adgang til notering og udbud på et offentligt marked. Udgangspunktet i undersøgelsen vil være, hvorvidt lempelse af prospektreglerne, som følge af den nye prospektforordning (forordning nr. 2017/1129), vil mindske kompleksiteten ved udarbejdelse af et prospekt for SMV'er og samtidig gavne hensynet til at investor kan træffe en informeret investeringsbeslutning på baggrund af prospektet. Til belysning af dette behandles de væsentligste ændringer af prospektkravene som SMV'er er omfattet af. I undersøgelsen vil der fokuseres på danske SMV'er, der ønsker at rejse finansiering via det danske kapitalmarked.

Undersøgelsesspørgsmål:

- Hvilke væsentlige ændringer er der i prospektkravene som følge af Prospektforordningen?
- Hvordan bidrager prospektforordningen til målet om mere proportionelle prospektkrav for SMV'er?
- I hvilket omfang vil prospektforordningen fordrer til mere relevant og præcis information i prospektet i forhold til at sikre investorbeskyttelsen?
- Hvordan bidrager prospektforordningen til at sikre markedseffektiviteten på det finansielle marked for SMV'er?
- Hvordan bidrager prospektforordningen til at lette SMV'ers adgang til kapitalmarkedet?

Problemformuleringen bliver således;

Hvad er virkningen af den nye prospektforordning for danske SMV-virksomheders adgang til finansiering af egenkapital på kapitalmarkedet, og hvordan bidrager reglerne til at sikre investorbeskyttelsen og markedseffektiviteten.

1.3 Afgrænsning

Afhandlingens besvarelse af problemstilling vil fokusere på det danske aktiemarked for SMV'er. Afhandlingen koncentrerer sig om SMV'ers udarbejdelse og offentliggørelse af prospekter i tilfælde, hvor disse er omfattet af prospektforordningens anvendelsesområde, herunder ved notering på en multilaterale handelsfacilitet (MHF) og et reguleret marked. Idet notering af SMV'er i høj grad sker på de små vækstbørser, dvs. MHF'er, vil afhandlingen særligt koncentrere sig om disse markeder. Afhandlingens begrænses endvidere til udelukkende at beskæftige sig med segmentet for henholdsvis mikro-, small- og mid-cap, og afhandlingen vil ikke behandle virksomheder i large cap segmentet.

Der foretages i denne afhandling en afgrænsning i forhold til at behandle ændringer i prospektreglerne i henhold til den nye prospektforordning. Afhandlingen fokusere på de væsentligste ændringer, og behandler derved ikke en udtømmende gennemgang af prospektforordningen. Hertil vil fokus særligt være på de væsentlige ændringer i relation til SMV'er, som vurderes at være mest relevante for problemstillingen.

Prospektreglerne er reguleret på EU-plan, og det ville derfor være nærliggende at inddrage andre medlemsstaters udvikling i reguleringen af prospekter. Desuden ville en international analyse af kapitalmarkedet i EU tillige være relevant for afhandlingen. I denne afhandling tages dog udelukkende stilling til udviklingen i prospektreglerne i dansk ret, og der er derfor ikke inddraget komparativ jura.

Afhandlingen vil kort behandle det civilretlige og strafferetlige ansvar som måtte opstå som følge af manglende information, der fremlægges i et prospekt i forbindelse med handel af aktier. Det såkaldte prospektansvar vil kun blive berørt i det omfang, det er nævnt i forordningen, og dermed foretages ikke en nærmere analyse af prospektansvaret. Det vil således udelukkende være de formelle regler i henhold til prospektansvaret, der vil blive redegjort for.

1.4 Metode

Afhandlingen indledes med en juridiske analyse, der vil være baseret på den retsdogmatiske metode. Dette omfatter, at systematisere, beskrive og analysere gældende ret i Danmark relation til prospekter.⁴ Formålet er at vurdere ændringerne i prospektreglernes indvirkning på den danske retstilstand. Afhandlingens retskilder anvendes i overensstemmelse med den juridiske metode, hvis formål er at finde gældende ret ved at søge hjemmel i retskilderne. Dette gøres ved at systematisere retskilderne samt at fortolke disse.

Den retsdogmatiske analyse vil vedrører EU-retlige retskilder, da reguleringen af prospekter i dag er EU-direktiv implementeret i dansk ret og fremover vil være EU-forordningsbaseret regulering. Afhandlingen tager derfor sit afsæt i reguleringen, og til forståelse heraf anvendes lovens forarbejder som fortolkningsbidrag, hvor det anses som værende nødvendigt. Det er diskutere i litteraturen, om forarbejder bør inddrages, men idet de danske domstole ofte anvender forarbejder som fortolkningsbidrag, vil de ligeledes blive anvende i nærværende afhandling. Afhandlingen vil ligeledes indeholde en kort gennemgang af tilstedeværende soft law, herunder Q&A's og guidelines fra ESMA og Finanstilsynet. Soft law er ikke juridiske bindende, men blot retningslinjer, men som alligevel har en fremtrædende rolle. I afhandlingen anvendes publicerede markedsanalyser og artikler, hvor der herved er foretaget en kritisk vurdering af forfatterne af disse, samt en vurdering af kildernes pålidelighed. Idet der i problemstillingen tages stilling til en ny lovgivning, forefindes der ikke meget litteratur på nuværende tidspunkt, hvorfor anvendelse heraf vil være begrænset.

Retsøkonomien anvendes i denne afhandling som supplement til retsdogmatikken til at belyse retsstillingens hensigtsmæssighed for den enkelte investor og selskaber, der allerede har, eller ønsker aktier optaget til handel på en MHF eller et reguleret marked. Retsøkonomi beskæftiger sig med analyser af retlige forhold.⁵ Den økonomiske analyse anvendes til at belyse ændringerne i prospektreglernes hensigtsmæssighed for den enkelte investor og for SMV'er, der ønsker at rejse kapital via en MHF eller et reguleret marked, samt virkningen af retten. Ud fra en retsøkonomisk grundlæggende tanke, skaber reglerne incitamenter, som påvirker øko-

⁴ *Få styr på metoden! Introduktion til juridisk metode og tværfaglig samfundsvidenskabelig projektmetode* af Christina D. Tvarnø og Sarah Maria Denta m.fl, side 75

⁵ *Skriftlig jura – den juridiske fremstilling* af Thomas Riis og Jan Traskowski, side 155

nomiske aktørers adfærd. Derfor må det forventes, at når en regel ændres, sker der en ændring i de økonomiske aktørers adfærd, som vil have en betydning for den økonomiske velfærd i samfundet.⁶ Retsøkonomi gør det muligt at analysere og dermed forudse konsekvenserne af forskellige retsregler. Denne afhandling gør sig overvejelser om, hvilke konsekvenser de ændrede prospektregler eller fortolkningen heraf må forventes at få. Retsøkonomien stiller en metode og nogle redskaber til rådighed, som gør det muligt at foretage en mere avanceret og nuanceret vurdering af reglernes forventede konsekvenser. Herved skaber retsøkonomien grundlag for bedre informerede valg i retsudviklingen.⁷ Analysen anvendes til at vurdere, om lempelse af prospektreglerne vil have en reel indflydelse på, hvordan prospekter udarbejdes, herunder om indholdet bliver mere gennemsigt og relevant for investorerne.

De anvendte økonomiske teorier er valgt ud fra at de anses som den mest dækkende teori, samtidig med at de er fundet relevant for analyse og hermed besvarelsen af problemformuleringen. I afhandlingen anvendes Principal/agent-teorien og hertil teorien om Moral hazard og Adverse selection problemer samt signaling modellen. Principal/agent-teorien er nyinstituti-onel teori, som bygger videre på neoklassisk økonomisk teori med nogle udbyggede og ændrede aktørforudsætninger. Disse forudsætninger for aktørerne er markant anderledes end ved neoklassisk teori og udgør blandt andet en imperfekt og asymmetrisk informationsstrøm. Grundet afhandlingens normative tilgang vil den normative principal/agent-teori benyttes, der fokuserer på valg af efficiente incitamentsstrukturer. Dernæst vil den retsøkonomiske analyse inddrage Eugene Fama's hypotese om det efficiente kapitalmarkedet. Med udgangspunkt i Kaldor-Hicks kriteriet, vil afhandlingen søge at vurdere i hvilket omfang den nye prospektforordning kan antages at være efficient.

1.5 Definition af SMV'er

Dette kapitel har til formål at definere begrebet SMV'er, og hvornår en virksomhed omfattes heraf. Europa Kommissionen definerer virksomhederne efter antal ansatte, omsætning og den samlede balance. En virksomhed skal op mindst to af de tre kriterier for at blive omfattet af definitionen. Virksomhedernes fordeles i virksomhedskategorier, henholdsvis mikro, lille (små) og mellem stor. Kommissionen definition af de respektive virksomhedskategorier illustreres i nedenstående figur.

⁶ *Skriftlig jura – den juridiske fremstilling* af Thomas Riis og Jan Traskowski, side 155

⁷ *Skriftlige jura – den juridiske fremstilling* af Thomas Riis og Jan Traskowski, side 157

Virksomhedskategori	Antal beskæftigede	Omsætning	Samlet balance
Mellemstor	< 250	≤ 50 mio. euro	≤ 43 mio. euro
Lille (små)	< 50	≤ 10 mio. euro	≤ 10 mio. euro
Mikro	< 10	≤ 20 mio. euro	≤ 2 mio. euro

Figur 1 – SMV-virksomhedskategorier. Egen tilvirkning.

SMV'er i prospektdirektivets forstand omfattes "små og mellemstore virksomheder", som selskaber, der opfylder betingelser i direktivets artikel 2, stk. 1, litra f. Definitionen af SMV'er er i henhold til direktivet *"selskaber, der ifølge de seneste årsregnskaber eller konsoliderede regnskaber opfylder mindst to af følgende tre kriterier: et gennemsnitligt antal ansatte i løbet af regnskabsåret på mindre end 250, en samlet balance, der ikke overstiger 43.000.000 EUR, og en årlig nettoomsætning, der ikke overstiger 50.000.000 EUR"*⁸. For at sikre konsistens mellem prospektforordningen og direktiv 2014/65/EU, er definitionen ikke ændret i den nye prospektforordning. Definitionen er i overensstemmelse med definitionen af SMV'er i direktiv 2014/65/EU om markeder for finansielle instrumenter.⁹

Nasdaq Copenhagen, inddeler selskaber i market cap-segmenter på hovedmarkedet, herunder small-, mid- og large cap-segment, opgjort efter selskabets markedsværdi.¹⁰ Nasdaq Copenhagen foretager årligt en revidering af market cap-segmenterne. På Nasdaq Copenhagen optages selskaber med en markedsværdi lavere end 150 mio. euro i small cap-segmentet, mens mid cap-segmenter omfatter selskaber med en markedsværdi mellem 150 mio. euro og 1 mia. euro. Selskaber med en markedsværdi på over 1 mia. euro optages i large cap-segmentet. Beregningen af selskabets markedsværdi baseres på selskabets totale antal aktier, det vil sige både børsnoterede såvel ikke børsnoterede aktier.

⁸ Prospektdirektivet nr. 2003/71/EF af 4. november 2003, artikel 2, stk. 1, litra f

⁹ Prospektforordningen nr. 2017/1129, præambel 51

¹⁰ <https://business.nasdaq.com/list/listing-options/European-Markets/nordic-main-market/industries-segment-indexes/index.html>

2. Juridisk afsnit

2.1 Introduktion til kapitalmarkedsretten

Kapitalmarkedsretten som juridisk disciplin udtrykker i bred forstand de retsregler, der gælder for udstedelse og omsætning af børsnoterede værdipapirer, samt de regler, som vedrører kapitalmarkedet aktører.¹¹ Kapitalmarkedsrettens centrale lov i dansk lovgivning er lov om kapitalmarkeder, jf. lov nr. 650 af 8. juni 2017. Kapitalmarkedets væsentligste funktion er at bringe udstederne og investorerne sammen.¹² Kapitalmarkedsretten har udviklet sig til et omfangsrigt retsområde, hvor en lang række af de kapitalmarkedsretlige regler har til formål at beskytte investorerne. Markedets aktører består af udstederne, investorerne og de regulerede markeder.

Der kan opstå situationer, hvor et selskab har behov for at rejse kapital fra nye investorer. Dette kan være få at få tilført flere likvide midler til investering i udvidelse af aktiviteter, eller selskabets ønske om at udvide ejerkredsen.¹³ Selskabet kan i sådan situation rejse finansiering ved banklån eller via kapitalmarkedet. Selskabet kan skaffe kapital via kapitalmarkedet ved enten at udbyde selskabsandele til en lukket kreds af investorer eller til offentligheden. Endvidere kan en virksomhed udstede obligationer og derved optage lån direkte på kapitalmarkedet. En børsnotering eller initial public offering (IPO) er den første optagelse til handel og offentlige udbud af selskabets aktier. Selskabet kan vælge at udbyde aktierne på et reguleret marked, en multilateral handelsfacilitet (MHF) eller en organiseret handelsfacilitet (OHF). For at selskabet kan få sine aktier optaget til handel og officiel notering på en fondsbørs kræves offentliggørelse af et prospekt.¹⁴ Dette følger af prospektdirektivet, som er implementeret i dansk ret, jf. kapitalmarkedslovens § 10, stk. 1 og 2. Et prospekt skal bestå af et registreringsdokument, en værdipapirnote og et resumé. I henhold til prospektbekendtgørelsens § 25, stk. 1, er et prospekt gyldigt i 12 måneder fra godkendelsen. Bestemmelsen implementerer prospektdirektivets artikel 9, stk., mens at prospektets gyldighed vil være direkte regule-

¹¹ *Dansk selskabsret 1 - Indledning til selskabsretten* af Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel, side 332

¹² *Dansk selskabsret 1 - Indledning til selskabsretten* af Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel, side 339

¹³ *Dansk selskabsret 1 - Indledning til selskabsretten* af Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel, side 329

¹⁴ *Dansk selskabsret 1 - Indledning til selskabsretten* af Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel, side 331

ret i den nye prospektforordnings artikel 12.¹⁵ Når et prospekt er blevet godkendt, skal det offentliggøres hurtigst muligt, jf. prospektbekendtgørelsens § 28. Dette skal under alle omstændigheder være i rimelig tid forud for udbuddet til offentligheden eller optagelse til handel. Såfremt at der er tale om en nynotering skal prospektet være tilgængeligt mindst 6 hverdage før udbuddet afsluttes.¹⁶

Løbende tilsyn med markedet udføres af Finanstilsynet, samt i et vist omfang den enkelte fondsbørs. Finanstilsynet fører tilsyn med at reglerne i kapitalmarkedsloven overholdes og er ligeledes den kompetente myndighed til at godkende et prospekt, når enten udstederen har hjemland i Danmark, eller når godkendelse er henvist til Danmark i overensstemmelse med kapitalmarkedslovens § 14, stk. 2.¹⁷ Det fremgår af prospektbekendtgørelsens § 11, at en udsteder har sit hjemland i det EU/EØS-land, hvor udstederen har sit hjemsted.¹⁸

Den enkelte operatør af et reguleret marked skal udstede et regelsæt, der regulerer adgangen til markedet, vilkårene mv. for optagelse af finansielle instrumenter til handel på det regulerede marked. Den enkelte operatør har ansvar for at føre tilsyn med at de finansielle instrumenter, der optages til handel, handles på en ordentlig, hæderlig og effektiv måde. Reglerne har hjemmel i kapitalmarkedslovens § 75. I overensstemmelse med bestemmelsen har Nasdaq Copenhagen vedtaget regler for udstedere af aktier, "Udstederreglerne". Udstederreglerne indeholder blandt andet de bestemmelser, der gælder for optagelse af aktier til handel på børsen.¹⁹ Udstederreglerne er soft law, men der følger et "følg eller forklar" princip, hvorefter udstederne, såfremt denne vælger ikke at opfylde reglerne, skal begrunde dette fravalg.

2.2 Markederne

Når man taler om handel med værdipapirer skelner man mellem forskellige markedsbegreber. I Danmark kan de forskellige markeder opdeles i regulerede markeder, multilaterale handelsfaciliteter samt organiserede handelsfaciliteter, som blev implementeret ved MIFID II-

¹⁵ *Kapitalmarkedsloven med kommentarer* af Erik Werlauff, David Moalem & Peer Schaumburg-Müller, side 246.

¹⁶ *Kapitalmarkedsloven med kommentarer* af Erik Werlauff, David Moalem & Peer Schaumburg-Müller, side 247

¹⁷ *Kapitalmarkedsloven med kommentarer* af Erik Werlauff, David Moalem & Peer Schaumburg-Müller, side 251

¹⁸ *Kapitalmarkedsloven med kommentarer* af Erik Werlauff, David Moalem & Peer Schaumburg-Müller, side 252

¹⁹ *Prospektretten* af Mikael Phillip Schmidt, side 137

direktivet (Direktiv om markeder for finansielle instrumenter). Derudover findes der inden for den europæiske regulering såkaldte SMV-vækstmarkeder. Ud fra et prospektretligt perspektiv er de regulerede markeder og de multilaterale handelsfaciliteter umiddelbart de vigtigste markedstyper. I det omfang at handel på andre platforme kan karakteriseres som et udbud til offentligheden kan disse også medføre prospektpligt. Denne afhandling vil særligt have fokus på MHF'er, idet disse markeder henvender sig til mindre vækstvirksomheder, det vil sige SMV'er. Afhandlingen vil redegøre for markedstypen SMV-vækstmarkedet samt behandle de regulerede markeder i det omfang, at det findes relevant for afhandlingens problemstilling.

2.2.1 Regulerede markeder

Et reguleret marked er karakteriseret ved, at være et marked, hvor der sker optagelse af værdipapirer til notering eller handel, og hvor handlen foregår mellem medlemmer af markedet.²⁰ Betegnelsen er beskyttet, og det er alene regulerede markeder, som har noterede værdipapirer optaget til handel, der har ret til at benytte betegnelsen *fondsbørs*.²¹ Det eneste regulerede marked i Danmark er Nasdaq Copenhagen A/S, som er ejet af Nasdaq Inc., der er en af verdens største børser. Nasdaq Copenhagen er en del af Nasdaq Nordic, som ligeledes driver børser i blandt andet Stockholm og Helsinki.²² Nasdaq har udstedt Udstederreglerne, der tillige skal overholdes af selskaberne noteres på hovedmarkedet. Udstederreglerne er soft law, men der gælder et følg-eller-forklar princip, hvorefter selskaberne skal forklare såfremt de ikke følger udstederreglerne.

2.2.2 Multilaterale handelsfaciliteter

En multilateral handelsfacilitet er et alternativt handelssystem til de regulerede markeder.²³ MHF'er og værdipapirerne, der handles herpå, er underlagt en anden og enklere regulering end de regulerede markeder. Optagelse af værdipapirer til handel på en MHF betragtes ikke i sig selv som et udbud af værdipapirer til offentligheden i henhold til prospektforordningen, og er derfor ikke omfattet af forpligtelsen til at udarbejde et prospekt i henhold til denne forordning. Der stilles derfor kun krav om udarbejdelse af et prospekt, hvis der i det givne tilfæl-

²⁰ *Prospektretten* af Mikael Phillip Schmidt, side 52 og Børs- og Kapitalmarkedsret, side 114

²¹ *Prospektretten* af Mikael Phillip Schmidt, side 53

²² *Prospektretten* af Mikael Phillip Schmidt, side 44

²³ *Prospektretten* af Mikael Phillip Schmidt, side 56

de foreligger et "udbud af værdipapirer til offentligheden." som defineret i prospektforordningen.²⁴

I Danmark har vi kun én multilateral handelsfacilitet, First North, som er målrettet SMV'er. Nasdaq First North er en MHF, som defineret i EU lovgivning. Derved er udstedere på First North er ikke underlagt de samme regler som udstedere på et reguleret hovedmarked, men er i stedet underlagt et mindre omfattende regelsæt, der er tilpasset små vækstvirksomheder. First North København blev oprettet i 2005, og frem til 2008, hvor finanskrisen havde sin start, blev en række mindre virksomheder i Danmark børsnoteret. Investeringslysten i risikovillig kapital faldt i løbet af finanskrisen, og mistillid til flere virksomheder noteret på First North København. Som konsekvens faldt interessen for investering og notering af små virksomheder i Danmark i perioden 2009-2013. I perioden 2014-2017 begyndte interesse at komme tilbage. I 2017 blev to danske virksomheder noteret på First North København: Green Mobility og Confrize. Endvidere blev NPInvestor noteret i januar 2018. De nævnte notering ligger alle i mikro segmentet 41-100 mio. DKK.

For at få aktier optaget handel på First North, vurderer den autoriserede aktør på First North-marked om den pågældende udsteder opfylder kraven til optagelse. Der skal være et tilstrækkeligt antal "kvalificerede aktionærer" med aktier på mindst 500 euro, og mindst 10 procent af aktieklassen, der skal handles, skal holdes på "public hands", det vil sige personer, der direkte eller indirekte ejer mindre end 10 procent af aktiekapitalen eller stemmerettighederne. Udstederen skal som udgangspunkt have mindst 300 kvalificerede aktionærer, men hvis udstederen blot har mere end 100 kvalificerede aktionærer og opretholder en likviditetsudbyder, kan udstedelsen stadig komme i betragtning.

Udstederne skal overholde reglerne i henhold til Nasdaq First North Rulebook fra det tidspunkt, hvor udstederen anmoder om optagelse til handel samt løbende efter optagelse. I henhold hertil gælder et krav om, at et selskabet, der ønsker at blive optaget til handel på First North skal udarbejde en virksomhedsbeskrivelse (Company Description). De indholdsmæssige krav til virksomhedsbeskrivelsen fremgår af kapital 3 i First North Rulebook.²⁵ Virksomhedsbeskrivelsen skal inkludere alle informationer der, baseret på den specifikke virksom-

²⁴ Prospektforordningen nr. 2017/1129, præambel 14

²⁵ *Nasdaq First North Nordic – Rulebook, 1. Januar 2019* af Nasdaq First North

hed, er nødvendige for at investor kan tage en velinformeret vurdering af virksomhedens aktiver, risici, finansielle position, ledelsesstruktur mv.

Ligesom det gør sig gældende for prospekter, skal selskabets ledelse skrive en ansvarserklæring for korrektheden af informationerne i virksomhedsbeskrivelsen. Virksomhedsbeskrivelsen skal offentliggøres senest to arbejdsdage før første handelsdag. Såfremt at selskabet, der skal optages til handel, er omfattet af kravet til at udarbejde et prospekt i henhold til prospektdirektivet og national lovgivning, er selskabet undtaget fra at udarbejde en virksomhedsbeskrivelse.²⁶

2.2.3 SMV-vækstmarkeder

SMV-vækstmarkeder er en ny type multilateral handelsplads, der blev introduceret ved vedtagelsen af MIFID II-direktivet, der gælder fra 2018. SMV-vækstmarkeder er markeder, hvor der kan købes og sælges værdipapirer, hvor mindst 50 pct. af udstederne skal være SMV'er, og hvor kravene til udstederne er lempeligere end for udstedere på andre handelspladser for værdipapirer, såsom traditionelle fondsbørser. SMV-vækstmarkedsrammen blev udviklet i erkendelse af SMV'ernes særlige behov på kapitalmarkedet. Kapitalmarkedet for SMV'er har særlige udfordringer med at tiltrække nye udstedere, blandt andet på grund af høje omkostninger til regelefterlevelse for udstederne samt utilstrækkelig likviditet i papirerne. Ifølge EU Kommissionen har markedsmisbrugsforordningen, som trådte i kraft i juli 2016, medført øgede administrative byrder for SMV'er, da størstedelen af bestemmelserne i forordningen gælder for alle udstedere uanset størrelse eller handelsplads. Kommissionen fremsatte den 24. maj 2018 forslag til ændring af Markedsmisbrugsforordningen (forordning 596/2014/EU) og Prospektforordningen (forordning 1129/2017/EU). Formålet med forslaget er at fjerne unødige administrative byrder for virksomheder, hvis værdipapirer er optaget til handel på et SMV-vækstmarked med henblik på at lette SMV'ers adgang til kapitalmarkederne både for så vidt angår aktier og obligationer, uden at kompromittere et højt niveau af markedsintegritet og investorbeskyttelse. Dette forsøges opnået ved at indføre lempelser i visse krav i prospektforordningen, så udstedere typisk kan nøjes med at udarbejde et mindre omfattende prospekt ved optagelse til handel på et SMV-vækstmarked.

²⁶ Nasdaq First North Nordic – Rulebook af Nasdaq First North, afsnit 3.5 (a), side 13

EU's regelsæt indeholder i øjeblikket kun få lempelse for udstedere på SMV-vækstmarkedet og pålægger dem uforholdsmæssigt store omkostninger. Disse omkostninger gør offentlige udstedelser af egenkapital eller gæld relativt mindre interessant. Desuden lider SMV-aktier under dårlig likviditet. Dette øger likviditets- og volatilitetsrisici for investorerne, hvilket nedsætter aktiernes værdiansættelse. Initiativet med prospektforordningen er med forventningen om at reducere de administrative omkostninger for børsnoterede SMV'er og øge likviditeten på SMV-vækstmarkeder. Målet er herefter at øge offentlige markeders relative tiltrækningskraft og forbedre SMV-ers adgang til finansiering. Dette vil gøre små og mellemstore virksomheder mindre afhængige af bankfinansiering, og vil derved øge deres modstandsdygtighed overfor økonomiske chok og være til gavn for den bredere økonomi. Et tiltag er blandt andet, at give SMV'er mulighed for at anvende et lempeligere "overførselsprospekt", når de flytter fra et SMV-vækstmarked til et reguleret marked ("hovedmarkedet"). Dette forventes at give betydelige omkostningsbesparelser for udstedere, der flytter til hovedmarkeder, og vil samtidig sikre, at der stadig er tilstrækkelige oplysninger til rådighed for investorer.

Aktuelt er der ikke nogen SMV-vækstmarkeder i Danmark. First North er en markedsplads designet til mindre og mellemstore vækstvirksomheder, men er ikke et registreret SMV-vækstmarked og derfor ikke underlagt EU's krav til regulerede værdipapirmarkeder. Hvis Nasdaq finder, at det vil give værdi for deres kunder, har First North mulighed for at ansøge om at blive registreret som et SMV-vækstmarked, hvis kriterierne opfyldes. For at blive godkendt kræver det, at 50 pct. af virksomhederne er SMV'er med en gennemsnitlig markedsværdi på mindre end 200 mio. euro.

2.3 Prospektprocesser

Udarbejdelse af prospekter og udstedelse af aktier i børsnoterede selskaber er præget af omfattende regulering. Dertil er processen med prospektskrivningen ofte en periode med stort arbejdspress hos selskabet, som skal anvende betydelige ressourcer på dette arbejde, idet udarbejdelse af prospektet er den væsentligste og mest tidskrævende opgave i forbindelse med en børsnotering.²⁷ Udarbejdelsen af prospektet foretages almindeligvis dels af selskabets bestyrelse og interne nøglemedarbejder, og dels af eksterne rådgivere i form af revisor, advokat og emissionsbank.

²⁷ *Prospektretten* af Mikael Phillip Schmidt, side 214

Når et børsnoteret selskaber udbyder aktier første gang, distribueres disse på primærmarkeder, for eksempel i forbindelse med en børsnotering af et nyt selskab eller ved en kapitalforhøjelse. Den løbende handel, altså videresalg af aktier fra den oprindelige køber, foregår på det sekundære marked. Kravene om et prospekt rammer typisk udbuddene på det primære marked. De tre væsentligste typer udbud på primærmarkedet er følgende;²⁸

- *Børsnotering eller IPO'er (Initial Public Offering;* Omfatter typisk udbud af aktier fra den/de eksisterende aktionær(er) og eventuelt udbud fra selskabet selv.
- *Fortegningsemissioner;* Fortegningsemission eller right issues er kapitalforhøjelse med fortegningsret for de eksisterende aktionærer.
- *Rettede emissioner;* Herunder 20 pct. udstedelser, der under visse betingelser kan undtages fra prospektkravet.

Finanstilsynet har udstedt retningslinjer for den procedure, de følger ved godkendelsen af et prospekt. Ved et aktieudbud, der involvere et prospekt, skal således tage højde for disse regler i den praktiske planlægning af processen. Det fremgår af kapitalmarkedslovens § 13, stk. 2, at Finanstilsynet skal træffe afgørelse om, hvorvidt prospektet godkendes, inden for 10 arbejdsdage efter, at Finanstilsynet, som den kompetente myndighed, har modtaget det pågældende prospekt fra udsteder. Bestemmelsen implementerer prospektdirektivets artikel 13, der per 21. juli 2019 vil følge direkte af artikel 20 i den nye prospektforordning. I henhold til kapitalmarkedslovens § 13, stk. 3, gælder en undtagelse ved en børsnotering, idet denne frist på 10 arbejdsdage herved forlænges til 20 arbejdsdage. Denne undtagelse for førstegangsudbud vil pr. den 21. juli 2019 følge af den nye prospektforordnings artikel 20, stk. 3.

Godkendelse af et prospekt ved Finanstilsynet forløber ofte over 4-5 gange.²⁹ Finanstilsynet oplyser i "Praktisk information om godkendelsesprocessen for prospekter", at der afsættes 10 arbejdsdage til første gennemgang, med undtagelse af, der er tale om en børsnotering og udsteder ikke tidligere har udbudt værdipapirer til offentligheden, hvor der afsættes 20 arbejdsdage til gennemgang. Ved de efterfølgende gennemgange afsættes 5 arbejdsdage, mens der til den sidste gennemgang afsættes 2-3 dage.³⁰ Dette er i overensstemmelse med

²⁸ *Prospektretten* af Mikael Phillip Schmidt, side 112-113

²⁹ *Praktisk information om godkendelsesprocessen for prospekter* af Finanstilsynet

³⁰ *Praktisk information om godkendelsesprocessen for prospekter* af Finanstilsynet

bestemmelserne i kapitalmarkedslovens §§ 13 og 14, der regulerer henholdsvis sagsbehandlingstid ved nye udbud og sagsbehandlingstiden generelt.

Det bemærkes, at der er tale om en formel godkendelse, og Finanstilsynet foretager derved ikke en materiel gennemgang af prospektet. Derfor er det udstederen, der er ansvarlig for, at oplysningerne i prospekter er korrekte og fyldestgørende.

Såfremt, at værdipapirerne skal optages til handel på et reguleret marked, eksempelvis Nasdaq Copenhagen, skal det regulerede marked også godkende prospektet. Skal værdipapirerne optages på en MHF, eksempelvis First North, og der ikke skal udarbejdes et prospekter, kan der gælde krav om at udarbejde en virksomhedsbeskrivelse.

2.3.1 Prospektets formål og indhold

Prospektet er den udstedende virksomheds informations-/salgsmateriale, som skal overbevise mulige investorer om at investere i de udbudte aktier. Prospektet skal henvende sig til både den private investor samt den professionelle investor. Formålet med prospektet er således at oplyse mest muligt relevant om virksomheden og udbuddet og ikke mindst de risici, der er forbundet med investeringen i de udbudte aktier. Samtidig anvender virksomheder prospektet til at fraskrive sig så meget ansvar som muligt over for de potentielle investorer. Det er udstederen, eller den person, der står forestår optagelsen til handel, der er ansvarlig for udarbejdelsen af prospektet samt indholdet heraf. Ledelsesmedlemmerne, revisor samt de finansielle rådgivere er i en forbindelse forpligtet til at afgive en erklæring i prospektet om disses arbejde i forbindelse med udarbejdelsen heraf. Fejl eller mangler i prospektet kan føre til et ansvar for udbyderne, der har erhvervet aktierne på et fejlagtigt grundlag. Finansielle rådgivere, advokater og revisorer, der har bistået med udarbejdelsen af prospekter, kan ligeledes blive ansvarlige for fejl og mangler heri.³¹ Der kan både være tale om et privatretlig ansvar i form af erstatningsansvar for tab som følge af mangler ved prospektet, og et strafferetligt sanktioneret ansvar, jf. kapitalmarkedslovens § 247.

Baggrunden for kravet om offentliggørelse af et prospekt, er ønsket om at sikre sig, at investorerne har tilstrækkelig information om selskabet, førend de træffer beslutning om en investering. Således er prospektets primære formål er at udgøre investeringsgrundlaget for potentielle investorer, og prospektet bør derfor give det fuldstændige billede af selskabet, for at kun-

³¹ *Kapitalmarkedsloven med kommentarer* af Erik Werlauff, David Moalem & Peer Schaumburg-Müller, side 221

ne dække investors samlede informationsbehov. Prospektet er de fleste private investorer eneste kilde til information om virksomheden. Af samme årsag er det vigtigt at informationerne heri er præcise og brugbare for investorerne, til at give dem det mest fyldestgørende investeringsgrundlag. I Hafnia-dommen (U 2002.2067H) konkluderede SØ- og Handelsretten, at det ikke kan kræves, at investorerne skaffer oplysninger ved siden af prospektet for at træffe en tilstrækkelig begrundet investeringsbeslutning, idet rette ikke tillagde supplerende oplysninger i dagspressen og andre medier betydning i vurderingen af et ansvar for et mangelfuldt prospekt. Højesteret udtrykte ikke uenighed i SØ- og Handelsrettens vurdering heraf.³² Processen for udarbejdelse af prospektet er væsentlig og tidskrævende for virksomheden ved børsintroduktionen. Hertil er processen meget omkostningstung, dels på grund af de mange oplysninger, men derudover omkostninger forbundet med eksterne rådgivere.

Børsnotering og de større fortegningsmissioner er de mest markante prospektprocesser.³³ Typisk indledes en prospektproces som følge af ledelsens ønske om kapitaltilførsel til selskabet. Tilførslen af kapital kan eksempelvis være nødvendig for nye investeringer eller som følge af selskabets økonomiske vanskeligheder. Processen kan tillige indledes på foranledning af tredjeparter som kapitalfonde, industrielle købere eller långivere. Ved børsintroduktioner med et udbud på over 8 mio. euro gælder som udgangspunkt et lovkrav om udarbejdelse af et prospekt. Et prospekt skal som tidligere nævnt godkendes af Finanstilsynet. Finanstilsynets rolle er at sikre, at kravene til prospektets information i henhold til prospektreglerne er opfyldt. Det er som nævnt alene en formel godkendelse Finanstilsynet foretager, og det er således en godkendelse af prospektets formelle indhold, dvs. om prospektet opfylder de indholdsmæssige krav, og ikke en godkendelse af selve prospektets materielle indhold. Et prospekt er gyldigt i 12 måneder, efter at Finanstilsynet har godkendt det, jf. prospektbekendtgørelsens § 25.

Kravene til prospektets specifikke udformning i dag er reguleret i EU's prospektregler og den nationale danske implementering. Ved den nye prospektforordningen er kravene direkte reguleret, og kræver således ikke implementering i dansk lovgivning.

³² *Kapitalmarkedsloven med kommentarer* af Erik Werlauff, David Moalem & Peer Schaumburg-Müller, side 220

³³ *Prospektretten* af Mikael Phillip Schmidt, side 15

2.4 Regulering af prospektkravene

2.4.1 Det juridiske grundlag

Prospektregimet består af EU-retlige regelsæt samt implementeret danske regelsæt. Prospektdirektivet er ikke direkte bindende i medlemsstaterne, men skulle implementeres i den nationale lovgivning. Prospektdirektivet er i dansk lov igennem kapitalmarkedsloven kapitel 3 og prospektbekendtgørelsen. Den nugældende regulering af prospekter er treleddet, idet kravene reguleres i prospektdirektivet, som er implementeret i dansk ret i lov om kapitalmarkeder og bekendtgørelse om prospekter. Hertil er der udstedt retsakter i form af forordninger og regulatoriske tekniske standarder for de nærmere specifikke krav til prospekters indhold og offentliggørelse af prospekter. Endvidere har ESMA udarbejdet Q&As samt guidelines, der har til formål at bidrage til fortolkning af reglerne og Finanstilsynet har ligeledes udstedt retsakter, hvor myndighedernes udtrykker deres fortolkning af reglerne. Selskaberne er derved indirekte bundet af disse guidelines. Ved den nye Prospektforordning vil der ikke længere være behov for implementering af nationale retsakter.

Prospektreglerne har til formål at lette virksomhedernes mulighed for at rejse kapital og at sikre et marked for billig og effektiv kapitalfremskaffelse til virksomhederne, jf. prospektdirektivets præambel 10. For at fremme udviklingen af værdipapirmarkederne og kapitalfremskaffelsen er det nødvendigt at sikre tillid til markedet. Prospektdirektivet skal sikre et højt informationsniveau til beskyttelse af investorer. Prospektdirektivet kan ses som en løsning på problemerne med asymmetrisk information mellem udsteder og investor. Prospektdirektivet regulerer sammen med prospektforordningen regler for udarbejdelse af prospekter, herunder indhold, form og gyldighed.

I henhold til kapitalmarkedslovens § 10, stk. 1 gælder et krav om offentliggørelse af et prospekt, når en udsteder eller andre fysiske og juridiske personer optages til handel på et reguleret marked, samt ved en udbyders udbud til offentligheden. Det fremgår af lovens § 1, stk. 2, at reglerne om prospekter finder anvendelse for 1) *optagelse af omsættelige værdipapirer som defineret i lovens § 4, stk. 1, nr. 1, til handel på et reguleret marked*, og 2) *offentlige udbud af omsættelige værdipapirer over 8 mio. euro i et EU- eller EØS-land*.

Det følger af kapitalmarkedslovens § 3, nr. 21, at der ved udbud til offentligheden forstås enhver henvendelse til fysiske eller juridiske personer ad enhver distributionskanal med til-

strækkelige oplysninger om udbudsbetingelserne og de udbudte omsættelige værdipapirer eller andele, som bevirker, at en potentiel investor kan træffe beslutning om investering.

Prospektet kan udarbejdes som ét dokument eller tre særskilte dokumenter bestående af et oplysningsdokument, en værdipapirnote og et resumé. De samme oplysningskrav gør sig gældende uanset, hvilket format udsteder vælger. De indholdsmæssige krav til prospekter følger af kapitalmarkedslovens § 12.

Kommissionens delegerede udfyldende regler

EU Kommissionen udgav den 14. marts 2019 udfyldende regler til prospektforordningen. Disse regler regulerer formatet, indhold samt kontrol og godkendelse af prospekter, der udstedes når værdipapirer er udbudt til offentligheden eller optaget til handel på et reguleret marked. Formålet med den delegerede forordning er at fastlægge de oplysninger, som udstedere skal medtage i prospektet samt at sikre, at de nationale kompetente myndigheder og udstedere kan konsolidere og anvende de ny prospektregler konsekvent. Således beskriver de udfyldende regler prospektets format, basisprospekt og de endelige vilkår og specifikke oplysninger, der skal indgå i et prospektet, standardformatet for EU-vækstprospekter, oplysninger der skal indgå i det universelle registreringsdokument med videre. Reglerne for så vidt angår EU-vækstprospektet vil blive behandlet senere i afhandlingen. Den delegerede forordning er bindende for virksomheder.

ESMA - Consultation paper on guidelines in risk factors

Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed ("ESMA") blev oprettet med det formål at bidrage til at fremme investorbeskyttelsen og bidrage til etablering af fælles standarder og praksis for regulering og tilsyn af høj kvalitet. Et af ESMA's ansvarsområder er at fremme en effektiv og konsekvent anvendelse af europæisk lovgivningslovgivning med det overordnede mål at sikre, at investorerne får en sammenhængende og god offentliggørelse, der gør det muligt for dem at træffe velinformerede investeringsbeslutninger. I henhold til den nye prospektforordnings artikel 16, stk. 4 skal ESMA udarbejde retningslinjer til brug for de kompetente myndigheder ved deres gennemgang af risikofaktorerne. Risikofaktorerne blev identificeret som en område med behov for yderligere vejledning, især på grund af udstedernes tendens til at fremlægge meget lange og ikke-specifikke risikofaktorer langs med informationer, der negligerer risikofaktorerne. I den henseende blev der foreslået et udkast til retningslinjer for at løse det overnævnte problem.

ESMAs retningslinjer bør indarbejdes af de kompetente myndigheder, som led i deres revisionspraksis, når de godkender et prospekt udarbejdet i overensstemmelse med prospektreguleringen efter den fulde gennemførelse af prospektforordningen i juli 2019. ESMAs retningslinjer tjener derved som et tilsynsredskab, der kan lette de finansielle tilsynsmyndigheder med deres gennemgang af risikofaktorer indeholdt i et prospekt. I Danmark er Finanstilsynet den kompetente myndighed. Selvom ESMAs retningslinjer ikke er direkte henvendt til aktørerne på det finansielle marked, anser ESMA det for nødvendigt at markedsaktører bør udarbejde et prospekt under hensyn til retningslinjerne. Dette anbefales ligeledes af hensyn til at fremskynde kontrol- og godkendelsesprocessen i overensstemmelse med prospektforordningens artikel 20.

ESMA har offentliggjort den første Q&A i relation til implementeringen af nye prospektforordning den 27. marts 2019, som finder anvendelse fra den 21. juli 2019. Formålet med denne Q&A er at prospektforordningen får en koncis og harmoniseret anvendelse blandt de kompetente tilsynsmyndigheder i EU-medlemslandene. Hensigten er tillige at lette overgangen fra den direktivbaserede nationale regulering til prospektforordningen.³⁴ Q&A er som tidligere nævnt et fortolkningsbidrag, hvorefter Finanstilsynets fortolkning ligeledes vil basere sig på, og selskaberne vil derved blive indirekte bundet af ESMA's offentliggjorte Q&A. Det vil sige, at guidelinesne er vejledende for virksomhederne, mens bindende for tilsynsmyndighederne, der ønsker at efterleve reglerne.

2.4.2 Overgang fra direktiv til forordning

Implementering af prospektforordningen ændrer de danske prospektregler med virkning fra 21. juli 2019, mens enkelte undtagelser til prospektpligten i den nye prospektforordningen allerede finder anvendelse pr. 20. juli 2017. Prospektforordningen afløser den eksisterende direktivbaserede regulering af prospekter med tilhørende forordning og reglerne vil således fremover følge direkte af en forordning og ikke af national ret. I henhold til prospektforordningens artikel 46, stk. 3, omfattes prospekter godkendt i overensstemmelse med national regulering forsat af denne regulering. Disse prospekter omfattes heraf indtil udløbet af prospekternes gyldighedsperiode, eller senest 12 måneder efter den 21. juli 2019, alt afhængig af hvilken udløbsdato, der forekommer først.

³⁴ ESMAs første Q&A om den nye Prospektforordning af Gorissen Federspiel

2.5 Den nye prospektforordning

Den 30. november 2015 offentliggjorde Kommissionen et forslag til en ændring af Prospektdirektivet i form af udkast til en ny prospektforordning. Prospektforordningen træder som allerede nævnt i kraft den 21. juli 2019, men for enkelte undtagelser trådte regler herom allerede i kraft den 20. juli 2017. Omfanget af reguleringen af de finansielle markeder er steget betydeligt i EU inden for de sidste år, med fokus på at forbedre børsnoterede selskabers informationsafgivelser til kapitalmarkedet. Ved indførsel af prospektforordningen går man nu den anden vej og lemper reglerne for prospektkravene. Formålet er at sikre markedseffektiviteten og investorbeskyttelsen samt styrke det indre marked for kapital.

Prospektforordningen fastsætter harmoniserede principper og regler om det prospekt med værdipapirudstederens informations-/salgsmateriale, der generelt skal udarbejdes, godkendes og offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på handelspladser for værdipapirer. Formålet med prospektforordningen er at opnå yderligere harmonisering af reglerne om prospekter og sikre investorbeskyttelse, markedseffektivitet og samtidig styrke det indre marked for kapital.³⁵

Grundlæggende er der to hensyn, der søges balanceret ved kravene til prospekter. Dels hensynet til at lette selskabernes adgang til at finansiere kapital på kapitalmarkedet, og dels hensynet til beskyttelse af investorer ved at sikre et højt informationsniveau. Disse to hensyn kan delvist være modsatrettede, og spørgsmålet er om dette er foreneligt i praksis. I hvert fald søger prospektforordningen at skabe et prospektregime, der tilvejebringer begge hensyn, og således tilgodeser både virksomhederne og investorerne.

Ved standardisering og harmonisering af reglerne om udarbejdelse af prospekter og om godkendelse af prospekter for værdipapirer inden for EU, søges det at varetage hensynet til virksomhederne. Dette ved det såkaldte "EU-pas", der kan anvendes på tværs af medlemsstaternes grænser. Hensynet til investorerne søges særligt opnået ved fastlæggelsen af en forholdsvis detaljeret mængde informationer, der skal beskrives i prospektet og dermed tilvejebringe et tilstrækkeligt oplyst beslutningsgrundlag for investorerne, sammenholdt med at der skal udarbejdes et prospektresumé, der giver et nødvendigt overblik, og som er standardiseret

³⁵ Prospektforordningen nr. 2017/1129, præambel 7

sådan, at det kan sammenholdes med tilsvarende resumeer for andre virksomheders prospekter.”³⁶

De væsentligste ændringer i prospektreglerne vil blive gennemgået i de efterfølgende kapitler.

2.5.1 Prospektpligten

2.5.1.1 Anvendelsesområde – Prospektpligtens indtræden

Grænsen for, hvornår pligten til at offentliggøre et prospekt, for udbud af værdipapirer er i dag 5 mio. euro (37 mio. kr.) beregnet over en periode på 12 måneder. Med den nye prospektforordning indtræder forpligtelsen ved udbud af værdipapirer med en samlet værdi på 1 mio. euro og derover. Medlemsstaterne kan beslutte at hæve denne grænse til maksimalt 8 mio. euro (60 mio. kr.). I Danmark er grænsen for, hvornår der skal offentliggøres et prospekt, ændret fra 5 mio. euro til 8 mio. euro gældende fra den 21. juli 2018, jf. kapitalmarkedslovens § 11, stk. 1, nr. 2. Udstedere af omsættelige værdipapirer får med den ændring således yderligere fleksibilitet til at rejse kapital uden det udløser et prospektkrav. Ændringen blev i høring støttet af Finans Danmark, der understøttede at man udnyttede at hæve grænsen for prospektpligten fuldt ud, for ikke at pålægge erhvervslivet unødige byrder.³⁷ Det bemærkes, at grænsen jævnfør bestemmelsen udelukkende finder anvendelse på udbud til offentligheden, og således ikke på optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked. Derved er enhver optagelse til handel på et reguleret marked omfattet af reglerne i kapitalmarkedslovens kapitel 3 og skal i henhold hertil udarbejde et prospekt, uanset værdien af udbuddet.³⁸ Såfremt en af undtagelserne i medhør af Prospektforordningens artikel 1, stk. 5 finder anvendelse, er selskabet dog undtaget for prospektpligten ved optagelse til handel. Optagelse af værdipapirer til handel på MHF'er eller OHF'er falder uden for prospektforordningens anvendelsesområde og er i stedet underlagt det danske regelsæt samt den specifikke markedsplads' regler. Der vil dog indtræde prospektpligt efter prospektforordningen, såfremt der er tale om

³⁶ Fokus – Prospektansvar og arbejdet med prospekter af Moalem Weitemeyer Bendtsen

³⁷ Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed, hvidvaskloven, lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. og forskellige andre love, Høringssvar af Finans Danmark, side 3

³⁸ Kapitalmarkedsloven med kommentarer af Erik Werlauff, David Moalem & Peer Schaumburg-Müller, side 222

et offentligt udbud i henhold til prospektforordningens artikel 3, uanset at de pågældende værdipapirer optages til handel på en MHF eller OHF.

I dansk ret er den lille prospektbekendtgørelsen ophævet med virkning fra den 3. januar 2018, hvorefter der i medhør af de danske regler ikke længere gælder en prospektpligt ved udbud mellem 1 mio. euro og 5 mio. euro. Således er grænsen allerede implementeret i dansk ret, men i adskillige andre EU-land er den i dag 100.000 euro.

I de tilfælde, hvor der samtidig er behov for at anmode tilsynet om et såkaldt godkendelses-certifikat for det pågældende udbud til offentligheden af de omsættelige værdipapirer, sænkes prospektgrænsen ned til 1 mio. euro, beregnet over en periode på 12 måneder. Denne grænse er af hensyn til, at udarbejdelse af et prospekt sandsynligvis vil være uforholdsmæssigt store i forhold til det forventede provenue fra udbud under 1 mio. euro.³⁹ Ordningen med et godkendelsescertifikat dækker over muligheden for at anvende prospektet i et andet EU-land, såkaldt passporting af prospektet. Dermed vil udbud under 1 mio. euro. være undtaget for prospektpligten, mens udbud mellem 1-8 mio. euro kun vil være omfattet af prospektpligten såfremt udbuddet også er rettet mod et andet EU/EØS-land, hvor der er prospektpligt for udbuddet efter reglerne i det pågældende land. Det vil sige at den samlede grænse på 8 mio. euro gælder, hvis udbuddet er rettet mod investorer i både Danmark og et eller flere andre EU/EØS-lande mv., hvis det eller de udbud, der foretages i andre EU/EØS-lande ligger inden for grænsen for udbud, der kan foretages i de enkelte lande, hvor grænsen i det enkelte EU/EØS-land kan være mellem 1 til 8 mio. euro. Hvis der udbydes aktier på 1 mio. euro eller mere i et EU/EØS-land, der ikke har hævet grænsen over de 1 mio. euro, betyder det at der skal udarbejdes et prospekt uanset, at udbuddet i Danmark er på under 8 mio. euro. Således vil kapitalrejsning op til 1 mio. euro altid være undtaget for prospektpligt i samtlige EU-lande og dermed får danske virksomheder med kapitalbehov op til 1 mio. euro adgang til et paneuropæisk kapitalmarked uden at skulle udarbejde og offentliggøre et prospekt. Såfremt en udsteder foretager flere udbud over en løbende periode på 12 måneder, kumuleres udbuddene ved beregningen af, om grænsen på op til 8 mio. euro er nået.

De fleste udbud i Danmark er ikke rettet mod investorer i andre EU-lande, og derved formodes det, at det i praksis vil være prospektgrænsen på 8 mio. euro, der vil gøre sig gældende i

³⁹ Prospektforordningen nr. 2017/1129, præambel 12

de fleste tilfælde. Ændringen af prospektgrænsen vil derfor i langt de fleste tilfælde være en lempelse, og ikke en unødigt stramning af prospektreglerne.⁴⁰ Internationale virksomheder, der ønsker at skalere internationalt ved et grænseoverskridende udbud under prospektgrænsen, vil være afhængige af, at andre EU-lande også hæver prospektgrænsen til 8 mio. euro, og dermed gør det unødvendigt at anmode om et godkendelsescertifikat i praksis. Hensynet til et effektivt kapitalmarked tilsiger, at man benytter det fulde handlingsrum, som prospektforordningen tillader. I praksis er grænserne for, hvornår prospektpligten indtræder ofte styrende ved udstederens valg af struktur og størrelse på tilbud om tegning af aktier. Det skyldes at kapitalindhentning med et prospekt vil kræve betydelig mere tid, omkostninger og ressourcer fra selskabet end en kapitalindhentning som kan ske uden at udstede et prospekt. En øget grænse for prospektpligten vil, alt andet lige, indebærer at flere kapitalindhentninger kan gennemføres uden prospekt. Det vil effektiviserer fremskaffelsen af kapital og medfører lavere omkostninger for udsteder og derved letter adgang til kapital.

Ændringen af grænsen for prospektpligtens indtræden vurderes, at være en klar forbedring, der vil være til gavn for de danske virksomheder og det danske kapitalmarked, idet de mindste kapitalrejsninger fritages fra kravet om at udstede et prospekt. Ved mindre udbud på en MHF, eksempelvis First North, undgår SMV'er, at blive ramt af omkostninger forbundet med prospektudarbejdelsen. Herved opnås mere proportionalitet mellem prospektpligtens indtræden og det forventede provenue. Dette vil som udgangspunkt gøre det lettere og billigere for SMV'er at rejse finansiering på kapitalmarkedet.

Det er dog interessant at bemærke, at prospektgrænsen hidtil har været 2 mio. euro i Sverige.⁴¹ Henset til at prospektgrænsen i Sverige er 2 mio. euro, og Sverige alligevel har formået at skabe et velfungerende aktiemarked for SMV'er, må svaret til en bedre aktiekultur for SMV'er altså ikke findes i tærskelværdien for indtræden af prospektpligten. Derfor vurderes det ikke, at lempelsen af prospektpligtens indtræden, alene kan få en afgørende betydning for SMV'ers adgang til det danske kapitalmarked. Ud fra dette perspektiv må det være nødvendigt at regulere på flere faktorer for at få et velfungerende kapitalmarked for SMV'er i Danmark. Uanset vil nedsættelse af grænsen for at udstede et prospekt ikke være til ulempe for de SMV'er, hvorfor ændringen i sig selv udgør en fordel for den enkelte virksomhed. Hvorvidt ændringen

⁴⁰*Ny justering af prospektgrænsen – både op og ned på samme tid* af Michael Camphausen

⁴¹ *Den nye prospektforordning* af Finanstilsynet, side 9

vil få egentlig betydning for aktiviteten på minibørserne, der henvender sig til SMV'er, synes dog mere tvivlrådigt.

2.5.1.2 Sekundære udstedelser (undtagelser til prospektpligten)

Efter tidligere regler er optagelse til notering af aktier i en allerede noteret aktieklasse, og som udgør mindre end 10 pct. af den allerede noterede aktieklasse beregnet over en periode på 122 måneder, undtaget fra prospektpligten. Det følger af de nye prospektregler, at grænsen for undtagelsen er forhøjet fra 10 pct. til 20 pct. Ændringen har været gældende siden den 21. juli 2017. Således finder forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt ikke anvendelse for allerede noterede selskaber, hvis de nye aktier over en periode på 12 måneder udgør mindre end 20 pct. af udsteders aktier inden for samme klasse. Reglen fremgår af prospektforordningens artikel 1, stk. 5, litra a.

Ekspertter udtaler, at *"det må forventes, at forhøjelsen af tærsklen fra 10% til 20% i forbindelse med optagelse til handel af nye aktier, vil have betydning for de børsnoterede selskaber i Danmark, da den tidligere undtagelse har været anvendt jævnlige i forbindelse med rettede emissioner, og det er derfor sandsynligt, at forhøjelsen vil blive udnyttet i praksis."*⁴²

Det fremgår af forslag til prospektforordningen, at omkring 70 pct. af alle prospekter for værdipapirer, der er kapitalandele, godkendt hvert år vedrører sekundære udstedelser. Det fremgår hertil, at omkring 700 af 935 prospekter af denne art kan drage fordel af denne lempelse. De samlede årlige besparelser anslås til omkring 130 mio. euro. Således er vurderingen, at der er et meget betydeligt markedspotentiale ved at lempe oplysningsregler for sekundære udstedelser. Ligeledes konkluderes det ud fra en konsekvens analyse, at en stigning i antallet af sekundære udstedelser vil gøre det nemmere at rejse kapital efter vellykkede børsintroduktioner. Dette er et vigtigt led i de løbende bestræbelser på at etablere en kapitalmarkedsunion.

2.5.1.3 Aktieombytning

Undtaget fra prospektpligten ved udbud af værdipapirer rettet mod en begrænset kreds af investorer. Dette vil eksempelvis gælde, når der er tale om udbud til et begrænset antal slægtning eller personligt bekendt til et selskabs ledelsesmedlemmer.⁴³ Ligeledes vil et selskab væ-

⁴² Den nye prospektforordning: Får vi så færre og enklere prospektkrav? af Kromann Reumert

⁴³ Den nye prospektforordning nr. 2017/1129, præambel 15

re undtaget fra prospektpligten i forbindelse med udbud inden for rammerne af en medarbejderaktieordning⁴⁴

2.5.2 Typer af prospekter

2.5.2.1 EU-vækstprospekter

EU-vækstprospekter er en ny tilpasset prospektregime for små og mellemstore virksomheder, der er optaget til SMV-vækstmarkeder⁴⁵ eller små udstedelser fra ikke-børsnoterede selskaber. Forordningen fastsætter herefter en enklere ordning og enklere krav ved udstedelse af prospekter, som er tilgængeligt for mindre virksomheder. Reglerne om EU-vækstprospekter er nye, og derved er der ikke noget direkte modstykke i gældende regler.

EU-vækstprospekter er indført med det overordnede mål om at mindske byrden ved at udarbejde prospekter. EU-vækstprospektet lempet oplysningskravene ved udstedernes udarbejdelse af prospekter. Oplysningskravene er derved i højere grad proportionale med udstedernes konkrete forhold end lovgivningen har krævet tidligere. I overensstemmelse med proportionalitetsprincippet. Herved er EU-vækstprospektet et forsøg på at ramme *”den rette balance mellem omkostningseffektiv adgang til finansielle markeder og investorbeskyttelse”*⁴⁶

EU-vækstprospekterne skal gensidigt anerkendes, det vil sige passportes, i samtlige EU-lande. I henhold til Kommissionens udfyldende regler skal EU-vækst prospektets resumé tillige udarbejdes letlæseligt og koncist sprog, ligesom standardprospektet. Længden af resuméet skal kun udgør 6 A4 sider, fremfor 7 A4 sider. Antallet af risikofaktorerne må maksimalt være 15.

Indførelsen af EU-vækstprospekter for kapitalrejsninger fra 1 mio. euro til 8 mio. euro vurderes grundlæggende at være en forbedring i forhold lovgivningen i dag. EU-vækstprospekterne åbner muligheden for en mere simpel og omkostningseffektiv finansiering ved offentlige udbud. Et forenklet EU-vækstprospekt er et fornuftigt modstykke til de lange og komplicerede prospekter, som foruden at være et problem for investorernes forståelse, også er særdeles omkostningstunge at producere. Omkostningerne skal desuden i sidste ende indregnes i den noteringskurs, selskabets aktier udbydes til og tages ud af det provenu, der skal bære fremti-

⁴⁴ Den nye prospektforordning nr. 2017/1129, præambel 17

⁴⁵ Indført ved MiFID II

⁴⁶ Prospektforordningen nr. 2017/1129, præambel 51

dig vækst. Et EU-vækstprospekt vil være mindre omkostningskrævende, og derved vil flere SMV'er få bedre mulighed for at blive noteret på multilaterale handelsfaciliteter og SMV-vækstmarkeder. EU-vækstprospekter vurderes at være mere brugervenligt og samtidig vil flere SMV-noteringer fremme diversiteten af investorernes porteføljer. Indførslen af EU-vækstprospekter forventes især at gavne mindre børsnoteringer.⁴⁷ Dog er kravene til et EU-vækstprospekt ikke revolutionært anderledes end kravene til standardprospektet, og lovgiver kunne derved med fordel have været mere højtstræbende i denne nytænkning for at SMV'er for alvor skal kunne drage omkostningsmæssige fordele af muligheden for at udarbejde et EU-vækstprospekt.

Idet der på nuværende tidspunkt ikke eksisterende et SMV-vækstmarked i Danmark, vil indførslen af EU-vækstprospekter ikke påvirke den danske aktiekultur for SMV'er. Muligheden for at First North kan blive et SMV-vækstmarked foreligger som tidligere nævnt, såfremt Nasdaq finder at der er marked for dette. Potentielt vil det EU-vækstprospektet med lempeligere krav styrke SMV'ers adgang til de mindre vækstmarkeder, hvilket kunne være med til at øge aktiviteten på de små vækstmarkeder og derved styrke hele aktiekulturen for dette segment.

2.5.2.2 Sekundære udstedelser

De lempeligere oplysningskrav for EU-vækstprospekter gør sig ligeledes gældende ved sekundære udstedelser af værdipapirer foretaget af allerede noterede virksomheder. I henhold til den nye forordnings artikel 14, kan udstedere, der allerede har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked eller SMV-vækstmarked i mindst de seneste 18 måneder, vælge at udarbejde et forenklet prospekt, jf. forordningens artikel 14, stk. 2.

Det forenklete prospekt skal indeholde oplysninger, så investorerne er i stand til at forstå; 1) udstederens forventede udvikling og eventuelle betydelige ændringer siden udgangen af seneste regnskabsår, 2) værdipapirernes rettigheder, og 3) årsagen til udstedelsen og dens indvirkning på udstederens generelle kapitalstruktur og anvendelse af provenuet.

Denne ændring er således relevant for virksomheder, der allerede er noteret på et offentligt marked, og som ønsker at udstede yderligere aktier, dvs. en sekundær udstedelse. For disse virksomheder er lempelsen fordelagtig.

⁴⁷ *Nye prospektregler i EU – og det lover godt for det danske kapitalmarked* af Søren Stenderup

2.5.2.3 Universalt registreringsdokument

Reglerne om basisprospekter vil fremover blive suppleret af reglerne om et universalt registreringsdokument, der introduceres med prospektforordningen. Formålet med det universelle registreringsdokument er at udsteder, der løbende offentliggør prospekter, kan få adgang til en hurtigere godkendelsesproces. Dette er det såkaldte "frequent issuer regime".

Det fremgår af forordningens artikel 9, stk. 1, at det universelle registreringsdokument skal beskrive selskabets organisation, forretningsaktiviteter, finansielle stilling, indtjening og forventede udvikling samt ledelses- og ejerstruktur. Hertil fremgår det at, *Når udsteder har fået et universelt registreringsdokument godkendt af den kompetente myndighed i to på hinanden følgende regnskabsår, kan efterfølgende universelle registreringsdokumenter indgives til den kompetente myndighed uden forudgående godkendelse.*

Det universelle registreringsdokument fungerer herved som en form for permanent registreringsdokument, som virksomheder, der løbende udsteder værdipapirer, kan anvende. Dokumentet skal indeholde alle de nødvendige oplysninger om virksomheden, der udsteder værdipapirerne. Dertil kan de udstedere, der ajourfører det universelle registreringsdokument hos den kompetent tilsynsmyndighed jævnligt, drage fordel af en hasteprocedure. Denne hasteprocedure indbefatter godkendelse inden for 5 dage, når udsteder skal rejse finansiering på kapitalmarkedet. For virksomheder, der allerede er velkendte på markedet, og som opretholder denne ajourføring, vil godkendelsesproceduren være enklere og hurtigere.

Selve prospektgodkendelsesprocessen opleves blandt virksomheder som langvarig, omstændelig og kompleks. Det fremgår af forarbejder til prospektforordningen, at der ved en konsekvensanalyse vurderes, at der ved reglerne om et universelt registreringsdokument er et betydeligt markedspotentiale. Vurderingen er foretaget på baggrund af lignende system, der har været anvendt i Frankrig i næsten ti årtier. Hasteproceduren for godkendelse indebærer fordele for udstederne på aktie- og obligationsmarkedet, idet den kortere prospektgodkendelsesfrist vil reducere omkostningerne og således sætte løbende udstedere i stand til at udnytte markedsmulighederne.

Omfanget af det universelle registreringsdokument anvendelse i praksis vurderes dog af rådgivere i branchen at være mere usikkert. Idet at registreringsdokumentet skal opfylde kravene til for udstedelse af aktier, vil det muligvis forekomme mindre relevant for udstedere, som ikke allerede har aktier optaget til handel. Det vil muligvis være at foretrække, at videreføre eksisterende praksis med anvendelse af basisprospekter. For udstedere, der løbende udsteder

værdipapirer, bør det overvejes, om det vil lette de administrative byrder ved at anvende det universelle registreringsdokument, der således giver mulighed for at undgå godkendelse hos den kompetente myndighed. Dette vil kunne øge muligheden for at udstede værdipapirer med kort varsel, hvilket kan være en fordel i en situation, hvor markedet er gunstigt. Hertil findes det at være en forudsætning, at hvis det danske kapitalmarked for SMV'er skal være effektivt, skal prospektgodkendelse ske effektivt.

2.5.3 Prospektets indhold

2.5.3.1 Resuméet

I medhør af de eksisterende regler må resuméet maksimalt udgøre 7 pct. af prospektets længde eller 15 sider, såfremt dette er længere. Kravene til resuméet skærpes ved indførelsen af den nye prospektforordning, således at resuméet maksimalt må være 7 A4-sider og må tillige maksimalt indeholde 15 risikofaktorer, jf. forordningens art. 7, stk. 3 og 10. Hensigten med at nedsætte den maksimale længde for resuméet, er at investorerne ikke afholder sig fra at læse det fulde prospekt.⁴⁸ Ændringen træder i kraft den 21. juli 2019. Således skal resuméet i højere grad udformes med kun de væsentligste information og de vigtigste risici, således at resuméet fremstår som en informationskilde med de vigtigste nøgleoplysninger. Resuméet skal være til nytte for navnlig private investorer.⁴⁹

I praksis ses en tendens til, at beskrive alle tænkelige risici i prospektet, herunder generelle risikofaktorer, som udgør en risiko for alle selskaber, der driver virksomhed. Man kan overveje, om denne tendens har gavnet eller skadet kvaliteten af prospekterne. Den mere detaljerede prospektstandard med fyldigere risikoafsnit og mere grundigere ansvarsfraskrivelser vurderes ikke at være en fordel for hverken investorer, udstedere eller markedet som sådant. De konkrete og afgørende risikofaktorer for den konkrete virksomhed kan nemt blive sløret i mængden af generelle risici og derved mindskes gennemsigtbarheden af indholdet. Prospektet bør derfor ikke indeholde generelle erklæringer om investeringsrisici.⁵⁰ Det fremgår af den nye forordnings præambel 27, at oplysningerne i prospektet skal fremlægges i en *let analyserbar, koncis og forståelig form*. Dette af hensyn til beskyttelsen af de potentielle investorer ,

⁴⁸ Prospektforordningen nr. 2017/1129, præambel 30

⁴⁹ Prospektforordningen nr. 2017/1129, præambel 28

⁵⁰ Prospektforordningen nr. 2017/1129, præambel 29

hvilket bestemt kommer dem til gavn. Hertil fremgår det af præamblen, at oplysninger, der ikke er væsentlige eller specifikke for den pågældende udsteder og de pågældende værdipapirer, ikke bør inddrages i prospektet. Oplysninger, der ikke er væsentlige eller specifikke kan sløre de oplysninger, der er relevante for investeringsbeslutningen, og således underminere investorbeskyttelsen. Således er det hensigten med ændringen at resuméet bliver kortere og det anvendte sprog bliver lettere at forstå for investor. Særligt private investorer drager fordel af den nye udformning af resuméet med begrænset sidetal.

Det vurderes at være en fordel for udstedere af værdipapirer, der er kapitalandele, og værdipapirer, der ikke er kapitalandele, idet det skaber en fleksibilitet af udarbejdelsen af korte redegørelser. Tillige vurderes det at være en fordel for udstedere at væsentlige oplysninger fra prospektet indeholdes under relevante overskrifter og indholdet af et eksisterende dokument med central information kan genanvendes i prospektresuméet. Fastlagte og brugervenlige overskrifter, der er inspireret af dokumentet med central information, vil tilmed gøre det lettere at sammenligne investeringsmulighederne for den potentielle investorer.

2.5.3.2 Risikofaktorer

Det fremgår af prospektdirektivet, at der af prospektet skal fremgå de risikofaktorer, som specifikt gælder for udsteders og/eller værdipapirernes omstændigheder, og som er væsentlige, når der træffes investeringsbeslutninger. Dette krav videreføres i prospektforordningen. Per 21. juli 2019 skal risikofaktorer tillige, som følge af prospektforordningen, fremlægges i et maksimal 10 kategorier afhængig af arten. Inden for hver kategori, skal de væsentligste risikofaktorer nævnes først. Der skal således foretages en vurdering af risikofaktorernes væsentlighed, og foretages en rangering herefter. Prioriteringen af risikofaktorerne baseres på en vurdering af sandsynligheden for, at risikofaktorerne indtræffer og det forventede omfang af risikofaktorernes negative virkninger, jf. prospektforordningens artikel 16, stk. 1, 2. led. Prospektforordningen præciserer herved mere tydeligt, end prospektdirektivet, hvilke oplysninger, der er nødvendige for at gøre prospekterne nøjagtige og omfanget af prospekterne mindre. Risici, der er specifikke for udsteder, er eksempelvis risici som relaterer til udsteders finansielle situation, forretningsområde, juridiske eller ledelsesmæssige risici mv., mens for risici, der er specifikke for værdipapirerne, relaterer sig til udbuddet eller optagelse, en garanti eller værdipapirernes natur mv.

ESMA's retningslinjer udvider de begreber og instruktioner, der er fastsat i prospektforordningens artikel 16, herunder; specificitet, væsentlighed samt kategorisering af risikofaktorer. ESMA's retningslinjer er udarbejdet under hensyn til, at der i et prospekt inddrages passende, kortfattet og fokuseret risikofaktorinformation, for at hjælpe investorerne med at få en bedre forståelse af faktorer, der skal overvejes og derved træffe velinformerede investeringsbeslutninger.

I praksis ofres afsnittet om de risikofaktorer, der er knyttet til selskabet og udbuddet, betydelig fokus i forbindelse med prospektarbejdet.⁵¹ Grunden hertil er, at afsnittet giver mulighed for at fremhæve de risici, der er ved virksomheden, og dermed begrænse det potentielle ansvar over for investorerne, men samtidig skal balanceres således, at det ikke får selskabet til at fremstå som for stor en risiko og derved en dårlig investering. Der ses i praksis en tendens til at prospekterne indeholder en meget omfangsrig liste over risikofaktorer forbundet med den pågældende udsteder. Typisk indeholder danske prospekter op til 53 risikofaktorer.⁵² En risikofaktor fylder gennemsnitligt en halv side i danske prospekter, og hele risikofaktorafsnittets gennemsnitlængde er 25 sider.⁵³ Til sammenligning fylder en risikofaktor i svenske prospekter cirka en kvart side, mens det gennemsnitlige antal er 33 og afsnittets gennemsnitlige længde er 8 sider.⁵⁴ Fra praksis kan nævnes børsnoteringen af Netcompany, som eksempel. Selskabets prospektet udgjorde i sin helhed i alt 315 sider. I afsnittet, hvor ledelsen tager højde for risici var hele 42 formuleringer om risici indskrevet.⁵⁵ Uanset, hvad der måtte komme af skuffelser, så måtte risikoen være nævnt i prospektet, og aktionærerne vil derved få svært ved at hævde, at de ikke var advaret. Udover de 42 formulerede risici, er prospektet tillige forsynet med en generel formulering om mulige risici, som fortæller aktionærerne, at de *"omtalte risikofaktorer og usikkerheder omfatter de risici, som Koncernens ledelse på nuværende tidspunkt vurderer som værende væsentlige, men det er ikke de eneste risikofaktorer og usikkerhed, Koncernen er eksponeret mod. Der er yderligere risikofaktorer og usikkerheder, herunder risici som Koncernen på nuværende tidspunkt ikke er bekendt med..."*⁵⁶

⁵¹ *Prospektretten* af Mikael Phillip Schmidt, side 234

⁵² *Den nye prospektforordning* af Finanstilsynet, side 20

⁵³ *Den nye prospektforordning* af Finanstilsynet, side 25

⁵⁴ *Den nye prospektforordning* af Finanstilsynet, side 26

⁵⁵ *Tre perler i Netcompanys prospekt* af Niels Lunde

⁵⁶ *Tre perler i Netcompanys prospekt* af Niels Lunde

Generelle oplysninger om risici, der er generelle og altså ikke virksomhedsspecifikke, kan sløre de væsentlige oplysninger for de potentielle investorerne, der læser prospektet. Som allerede nævnt, for afsnittet i højere grad karakter af en ansvarsfraskrivelse i stedet for at give de relevante og fornødne oplysninger, der kan lægge til grund for investors investeringsbeslutning. Af de eksisterende prospektregler gælder ingen formelle regler for angivelse af

Henset til denne problematikken, om at der i prospektet inddrages generelle risikofaktorer for branchen, som kan gøre det vanskeligt for investor (læseren af prospektet) at gennemskue de relevante risikofaktorer og information for den specifikke udsteder og indholdet af prospektet i høj grad karakter af en ansvarsfralæggelse, vil ændringerne af kravene til risikofaktorerne være en stor fordel for investorerne. Ændringerne vurderes derved, i overensstemmelse med formålet, at øge gennemsigtigheden og derved gøre det nemmere for investoren danne sig et overblik over de relevante og væsentlige risikofaktorer, og således træffe en velinformeret investeringsbeslutning. Man kan dog stille spørgsmålstejn ved hvorvidt det er hensigtsmæssigt at gradbøje risici indenfor bestemt antal kategorier ud fra en vurdering af, hvad udsteder finder mest risikabelt, idet både udstuderes og investors vurdering er varierende og derfor næppe vil give værdi for investoren i sidste ende. Til støtte for denne påstand bemærker Realkreditrådet og Realkreditforeningen hertil at det ikke er hensigtsmæssigt, at ESMA skal lave guidelines over risikofaktorer, da området er i konstant forandring.⁵⁷ Endeligt kan man forestille sig, at selskabernes rådgivere, herunder særlig advokater, blot vil ændre formuleringerne, således at afsnittet om risikofaktorerne omfatter det samme ansvarsfraskrivelse, blot skrevet på færre punkter. Ved Green Mobilitys børsnotering udgjorde det offentliggjorte prospekt i 133 sider, hvoraf resuméet udgør 11 sider. I selskabets prospekt er angivet 29 risikofaktorer. Såfremt at selskabet skulle have udarbejdet prospektet efter prospektforordningens nye regler, skulle antallet af risikofaktorer derved halveres. Dette ville formentlig, som udgangspunkt, være en fordel for investorerne, men en ulempe for selskabet. Henset til tendensen i nuværende praksis for udarbejdelse af prospekter, vil Selskabet bruge flere omkostninger på at formulerer de givne risici, således at risikofaktorerne, trods det færre antal, omfatter det sammen, som havde de udarbejdet efter de nugældende regler. Samtidig vil kravet om prioritering af risikofaktorerne, kræve at selskabet bruger tid på denne vurdering, hvilket derved vil kræve flere omkostninger hertil. Såfremt at det lykkes selskabet at få for-

⁵⁷ *Grund- og nærhedsnotat til Folketingets Europaudvalg af Erhvervs- og Vækstministeriet*

muleret risikofaktorerne efter de nye regler, så de i bund og grund omfatter det samme, som efter de hidtil regler, vil indholdet i sidste ende ikke gøre en væsentlig forskel for investorerne. Derved vil ændringens fordel for investor blive begrænset. Således vil gevinsten for investor afhænge af, hvordan at udstederne og deres rådgivere administrere reglerne. Det vil ligeledes være op til Finanstilsynet at udfordre risikofaktorerne ved kontrol af prospektet. Finanstilsynet kan efter direktivets regler kun i begrænset omfang kommentere på risikofaktorerne, idet udsteder har frie rammer for, hvordan listen over væsentlige og specifikke risikofaktorer udformes. Efter det nye prospektregime vil Finanstilsynet i højere omfang kunne kommentere på risikofaktorer, såfremt disse ikke er udformes koncist, er uvæsentlige eller har karakter af ansvarsfraskrivelse. Herved får myndighedens kontrol af prospektet et stor betydning for at ændre praksis for, hvordan afsnittet i prospektet udarbejdes.

2.5.4 Prospektansvaret

Der findes ikke særlige regler om prospektansvaret i børs- og kapitalmarkedsretten. Det fremgår af prospektdirektivet artikel 6, stk. 2, 1. pkt. at medlemslandene skal sikre, at reglerne om civilt ansvar også gælder for de personer, der er ansvarlige for udarbejdelsen af prospekter. Direktivet regulerer derved ikke prospektansvaret direkte, men det pålægger medlemsstaterne, at sikre prospektansvaret. Per 21. juli 2019 følger disse regler af artikel 11 i den nye prospektforordning. Det fremgår af den nye prospektforordnings artikel 11, stk. 1, at man i prospektet tydeligt skal angive, hvem der er ansvarlige for prospektet, men ikke om der er erstatningsansvar for prospektfejl. Det fremgår af forordningens artikel 11, stk. 2, at medlemsstaternes skal sikrer, at der gælder et civilretlig ansvar for de personer, der er ansvarlige for prospektets oplysninger. Således indeholder den nye forordning heller ikke en direkte regulering af prospektansvaret, og det vil dermed fortsat være op til medlemsstaterne. Ikrafttrædelse af den nye forordning vil ikke medfører en forpligtelse til en eksplicit kodificering af prospektansvaret i dansk ret, herunder kapitalmarkedsloven eller i anden lovgivning. Der findes imidlertid regler om ledelsens erstatningsansvar i den almindelige selskabsret, som kan være relevante, men ellers må man falde tilbage på dansk rets regler om erstatningsansvar. Ved et eventuelt prospektansvar vil der oftest være tale om et erstatningsansvar uden for kontrakt. De seneste sager om prospektansvar har medført et større fokus på sikring af ansvarsgrundlaget ved udarbejdelse af et prospekt.⁵⁸ Virksomhederne har i højere grad fokus

⁵⁸ Fokus – Prospektansvar og arbejdet med prospekter af Moalem Weitemeyer Bendtsen

på at iagttage sig praktiske forholdsregler, for at sikre sig mod at eventuelt skuffede investorer kan gøre et erstatningskrav gældende. Prospektansvaret vil dog ikke behandles videre i denne afhandling.

2.5.5 Tilsyn og godkendelse

Finanstilsynet skal i henholde til prospektforordningen, som den kompetente myndighed, underrette ESMA om godkendelse af prospektet hurtigst muligt efter, at udstederen har fået meddelelse om denne godkendelse, jf. forordningens artikel 20, stk. 2, 3. pkt.

Tilsynet af visse prospekter overføres til ESMA. Det gør sig gældende for fire kategorier af prospekter. Formålet hermed er for det første at opnå mere ensartet vilkår for offentliggørelse af oplysning samt at eliminere risikoen for regularbitrage. For det andet skal det optimere ressourcetildelingen til tilsyn på EU-plan, idet ESMA er ekspertisecentreret, og det derved effektiviserer tilsyn med de pågældende prospekter. ESMA har siden 2011 brugt megen tid og ressourcer på at fremme lovgivningsmæssig konvergens mellem de nationale kompetente myndigheder med hensyn til kontrol og godkendelse af prospekter. Dette har medført "tilsynsbriefinger" er blevet oprettet, som berammer de fælles principper, som opfordres anvendt af de nationale kompetente myndigheder ved godkendelse af prospekter.

Hensigten med centralisering af disse prospekters godkendelse samt alle dermed forbundne tilsyns- og håndhævelsesaktiviteter på ESMA-niveau, er at forbedre kvaliteten, ensartetheden og effektiviteten af tilsynet i EU. Dertil er formålet at skabe lige konkurrencevilkår for udstedere og skabe kortere en tidshorisont for godkendelser af prospekter. Det formodes at mindske behovet for at skulle vælge et hjemland og forhindre "forumshopping".⁵⁹

2.6 Prospektforenklingens betydning for SMV'er

Harmoniseringen af prospektreglerne er under hensyn til virksomhederne for sikre konvergens anvendelse af reglerne samt sikre lige konkurrencevilkår. Det er grundlæggende godt, at virksomhederne har ens vilkår at operer under inden for EU, og hvilket også viser sig i succesen for EU's indre marked. Regulering på EU-plan kan dog være tung og omfattende. Som tidligere nævnt, har prospektregimet gennem de senere år været præget af en mere detaljeret

⁵⁹ Forslag til prospektforordningen, Europa Kommissionen, Bruxelles, 20. september 2017

regulering. Dette har bestemt været en ulempe for SMV'er idet den omfattende regulering er sværere at håndtere for de mindre virksomhederne. En stor virksomhed med en juridisk afdeling eller en virksomhed, der har økonomi til at betale advokater kan derved lettere håndtere reguleringen, som skal overholdes, tolkes og implementeres i virksomhedens arbejdsgang. En lille virksomhed, der ikke har samme juridiske bistand tilknyttet, får derfor svære ved at overholde en kompleks lovgivning. Lempelse af prospektreglerne som følge af prospektforordningen tilgodeser tildeles denne problematik. Selvom reglerne lempes kan det dog være en ulempe, at reglerne fremover ikke kan findes i den danske lovgivning, men vil være EU-reguleret. Hensigten ved implementering af en forordning kan derfor være god, men samtidig risikerer ikke at være hensigtsmæssig i praksis. En enkelt EU-regulering er derfor essentielt for at opnå den ønskede harmonisering af reglerne på tværs af EU-landene. Revideringen af prospektreglerne er en del af Kommissionens tilsagn om at forenkle EU-lovgivningen og derved gøre reguleringen mere effektivt.⁶⁰ Om det lykkes Kommissionen at forenkle reglerne og dermed de forbundne administrative procedurer for udarbejdelse af et prospekt synes vanskeligt at give et endegyldigt svar på. Såfremt det lykkes, vil prospektforordningen bidrage til en lettere adgang til at rejse for SMV'er på EU's værdipapirmarkeder.

2.7 Juridisk konklusion

Prospektforordningen søger grundlæggende, at tilvejebringe to hensyn, der balanceres ved kravene til prospekter. På den ene side hensynet til at lette selskabernes adgang til at rejse kapital på kapitalmarkedet, og på den anden side hensynet til investorbeskyttelsen ved at sikre et højt informationsniveau. Disse to hensyn kan delvist være modsatrettede og i praksis synes det at være vanskeligt at forene de to forhold. Særlig i relation til ændringerne i kravene til de risikofaktorer, der skal fremgå af prospektet. Hensynet til koncis og letforståelig information til investorerne står i denne kontekst overfor udstederens interesse til at sikre tilstrækkelig beskrivelse af virksomheden og de risikofaktorer, den er underlagt. I teorien burde forholdene kunne sammenføjes, men i praksis må det nok erkendes, at disse to forhold er svære at forene. I den sammenhæng anses det for tvivlsomt, at prospektforordningen alene – uanset dens regler, der skal påvirke kravene til prospekterne – er tilstrækkelig for at forbedre SMV'ers adgang til kapitalmarkedet.

⁶⁰ <https://www.consilium.europa.eu/da/policies/capital-markets-union/prospectus/>

Ved den nuværende praksis for udarbejdelse af prospekter, synes det at være tilfældet, at prospekter i deres nuværende udformning hverken læses eller kan forstås af almindelige investorer. "Prospektet reduceres dermed til et dokument, der primært har en betydning som kontrollerende faktor, der reducere risikoen for, at helt useriøse kapitalrejsningsprojekter slipper gennem myndighedskontrol og i form af, at der etableres et ansvarsfundament for udstederne, som utilfredse investorer kan anvende som basis for krav." Såfremt at prospektforordningen for alvor skulle medvirke til en løsning af problemstillingen, skulle den have været mere ambitiøs i sin tilgang ved nytænke prospektregimet. Dette kunne være gennem mere betydelig begrænsning af omfanget og indholdet af prospektet. Det kan det overvejes, om prospektkravene ved børsnotering kunne have været reduceret, så de tog udgangspunkt i de informationer, der kræves for et IFRS årsregnskab kombineret med informationskrav relateret til værdipapirerne. Tilsvarende, i relation til ændringer om prospektets indhold, kan man stille spørgsmålet, om prospekter i den nuværende udformning har en berettigelse for allerede noterede selskaber, hvor der i forvejen er et højt informationsniveau, og hvor der løbende handles aktier baseret på årsrapporter og anden transparentinformation.

På baggrund af den juridiske analyse vurderes Prospektforordningen på sin vis at danne rammerne for lempeligere regulering af prospektkravene for SMV'er, til gavn for disse virksomheder i forbindelse med optagelse til handel på en MHF eller et reguleret marked. Hvorvidt om de nye regler generelt udgør en væsentlig regelforenkling synes dog betænkeligt. Det må nok erkendes, at en reel regelforenkling ikke er tilfældet og at det heller ikke generelt set vil gøre SMV'ers adgangen til finansiering af kapital på kapitalmarkedet lettere. Hvis adgangen til kapital skal gøres lettere, vil det formentlig kræve en mere omfattende revidering af prospektregimet, hvor fokus særligt bør være på, hvordan de meget dyre processer, der er forbundet med udarbejdelsen af prospekter, kan gøres mindre omkostningstung. For så vidt angår hensigten om, at øge adgangen til kapital for SMV'er, er det næppe de indholdsmæssige krav til prospektet, men i højere grad de omkostningstunge processer der er forbundet med prospektprocessen, samt usikkerheden om, hvorvidt der er tilstrækkelig risikovillig kapital, som er en hindring.

Prospektforordningens overførsel af reguleringen af prospekter til EU-retten og ESMA's tilsyn, bliver formentlig et afgørende forhold for fremtidig prospektpraksis. I forbindelse med indførelsen af markedsmisbrugsforordningen, medførte denne en betydeligt mere omfangsrig regulering, der er mere detaljeret og vanskelig tilgængelig end reguleringen på national ni-

veau. Denne tendens kan delvist modvirkes, såfremt udstedere, rådgivere og myndigheder antager en pragmatisk og løsningsorienteret tilgang til anvendelsen af reglerne i Prospektforordningen med henblik på at etablere en praksis for mere kortfattede og præcise prospekter. Forordningen synes som sagt at etablere rammerne for dette, men det er alene udstedere og myndigheder, der administrere derefter, som vil kunne sikre en ændring af praksis. Det er således op til udstedere og myndigheder at være ambitiøse i deres tilgang til ændre praksis, således at prospektets varetager hensynet til information af investorerne og samtidig opstiller rimelige retningslinjer for god prospektskik for udstedere. Hertil er spørgsmålet om det er muligt at skabe en markedspraksis, hvor prospektomfanget afspejler selskabets markedsværdi, og hvor godkendelsesprocessen kan afvikles på en mere effektiv måde især når det gælder mindre selskaber.

3. Økonomisk afsnit

3.1 SMV'er i Danmark

I EU er 99 pct. af virksomhederne små og mellem store, mens de i Danmark udgør cirka 95 pct af alle virksomheder.⁶¹ SMV'er skabte 61 pct. af værditilvæksten i Danmark i 2014, fraregnet finans- og forsikringsaktiviteter, og SMV'er spiller dermed en vigtig rolle i dansk økonomi. Vækstvirksomheder søger igennem deres vækstforløb typisk efter kapital på forskellige markeder for risikovillig egenkapital. Statistikker viser, at mindre virksomheder noteret på First North og en langt højere jobskabelse og omsætningsvækst end øvrige virksomheder, og det er derved en negativ konsekvens for væksten, at danske SMV'ere ikke har tilstrækkelig adgang til kapital fra aktiemarkedet. SMV'ers adgang til egenkapital på de finansielle markeder er afgørende for at de kan skabe vækst gennem deres livsforløb. Hvis egenkapitalmarkeder ikke er velfungerende, bremser det virksomhedernes vækst. Virksomhederne kan derfor være nødsaget til at søge kapital i andre markeder, eksempelvis i udlandet. Uden forbedrede rammer for fremskaffelse af den risikovillige kapital vil Danmark derved gå glip af arbejdspladser og værdiskabelse.

Mange virksomheder opfatter processen op til en børsnotering som værende en meget besværlig og omkostningstung. I offentlig høring om etablering af en passende lovgivningsmæssige ramme for børsnotering af SMV'er, blev virksomhedernes spurgt, hvilke væsentligste fak-

⁶¹ *Kommentar: EU-regulering skal være så enkel som mulig* af Linea Søgaard-Lidell

torer, der var grunden til det lave antal af SMV'er søgte deres aktier og obligationer optaget til handel på EU offentlige markeder. Af besvarelsener blev faktoren *"High (admission and on-going) compliance costs due to regulatory constraints for equity"* anset som den mest væsentlige, hvorved 46 pct. svarede at faktoren havde høj relevans.⁶²

Denne udfordring søges at imødegås ved etableringen af Kapital Markeds Unionen skal forbedre mulighederne for at fremskaffe risikovillig kapital for europæiske virksomheder. Prospektforenklingen, som følge af prospektforordningens ikrafttrædelse, er et af de væsentligste tiltag i denne forbindelse.

Antallet af nye noteringer SMV'er har været minimalt siden finanskrisen. Der ses en tendens til, at interessen for nye børsnoteringer er vendt tilbage efter hårdt år. Der er igangsat en række initiativer, for at øge mulighederne for SMV'er på aktiemarkedet. I Danmark er der i de seneste år blevet børsnoteret mellemstore virksomheder som Orphazyme på Ndaq OMX's hovedmarked samt start-ups som GreenMobility, Conferize og Happy Helper på MHF'en, First North. Den type af virksomheder har ofte brug for yderligere egenkapital til at finansiere vækst, produktudvikling samt investeringer i nye markeder.

3.2 Udfordringer på First North i København

First North har længe været den eneste MHF i Danmark, som henvender sig til SMV'er. I årene op til finanskrisen endte First North-børsen i et totalt kollaps, som følge af børsnotering af selskaber af lav kvalitet. Den manglende selektivitet fra fondsbørsens side resulterede i en lang række dårlige børsintroduktioner og investortab. Dette skabte mistillid til markedet for investorerne og skabte et dårligt renommé på markedet for noteringer af små virksomheder. Herefter var der en lang tørke periode for børsnoteringer af små virksomheder på vækstbørsen, First North København.

Siden børsnoteringen af Green Mobility i 2017, og sidenhen Conferize, NPInvestor og Agillic og Happy Helper, er der ved at starte en bølge af nye vækstselskaber på vækstbørsen. Bølgen tegner dog på en skuffelse, der har budt på mange nedture for investorerne, da langt de fleste selskaber har tabt millioner i værdi, siden de blev noteret.

⁶² Offentlig høring om etablering af en passende lovgivningsmæssig ramme for børsnotering af SMV'er af Finansiell Stabilitet, Finansielle Tjenesteydelser og Kapitalmarkedsunionen

Sådan har de nye First North-selskaber udviklet sig

Dato for børsnotering	Selskabets navn	Markedsværdi i dag (mio. Kr.)	Markedsværdi ved notering (mio. Kr.)	Markedsværdi ændring (mio. Kr.)	Markedsværdi ændring (%)
16-06-2017	Green Mobility	210,0	187,5	27,5	14,7
23-06-2017	Conferize	94,4	102,2	-9,1	-8,9
29-06-2017	Erria*	52,5	79,0	-30,0	-38,0
17-01-2018	NPIInvestor	37,4	106,9	-71,1	-66,5
22-03-2018	Agillic	306,6	314,9	-15,0	-4,8
26-04-2018	Happy Helper	64,0	118,0	-55,3	-46,9
26-06-2018	ViroGates	247,3	276,1	-30,3	-11,0
02-07-2018	Odico	298,3	118,0	175,8	149,0
I alt:		1310,5	1302,6	-7,4	

*Erria skiftede børs fra Nasdaq København til Nasdaq First North

Om opgørelsen: Opgørelsen viser udviklingen i markedsværdi for de 8 nyeste selskaber på First North. De 4 engelske selskaber er udeladt af opgørelsen, da deres aktie ikke handles.

Kilde: Opgørelse udgivet af InsideBusiness den 30. august 2018⁶³

Det fremgår af ovenstående figur, at ud af de i alt otte selskaber, er kun to af selskaberne steget i værdi. De resterende seks aktier er faldet og har tilsammen tabt 210 millioner kroner i forhold til den værdi de blev udbudt til. Særligt fintech virksomheden NPInvestor har, efter en kaotisk entré på børsen, haft modgang med et værditab på 71 millioner DKK, svarende til 66 procent af den oprindelige markedsværdi.

Professor Carsten Tanggaard, Aarhus Universitet (formand for Penge- og Pensionspanelet) kritiserer Nasdaq København for at gentage fortidens fejltagelser i forsøget på at sætte gang i et halvdødt marked, og derved sætter profit over investorbeskyttelse ved at lade selskaber af lav kvalitet komme ind på markedet.⁶⁴ First North kritiseres altså for at have fokus på kortsigtet profit. Carsten Tanggaard peger desuden på, at investorsammensætningen bør optimeres, så der kommer relativt store og nye langsigtede investorer – såkaldte corner investors – med ind ved en notering. Dette kan hjælpe til at undgå meget store udsving i en lille aktie, der ikke handles særlig meget. Vækstfonden⁶⁵ rejser ligeledes kritik mod First North for ikke at være grundige nok ved notering af virksomhederne. Christian Motzfeldt, administrerende direktør for Vækstfonden, udtaler, at "Når så mange virksomheder, som vi kan se her, ligger markant til

⁶³ *Investorer brænder sig på Københavns minibørs* af Simon Lund Christiansen

⁶⁴ *Professor: Fondsbørsen sætter hurtige penge over investorerne* af Christian Sehested

⁶⁵ Vækstfonden er en finansieringsfond ejet af staten, der tilbyder en række forskellige finansieringsløsninger til SMV'er.

*den negative side, tyder noget på at der har været en overvægt af optimistiske antagelser i den oprindelige prissætning”.*⁶⁶ Fondsbørsen besvarer kritikken med påstanden om, at det er investorerne, der misforstår, hvad de køber. Carsten Borring, noteringchef i Nasdaq Copenhagen, svarer følgende til dagbladet Børsen; *”Vi mener, at der skal være plads til et marked som First North. Hvis vi vil have velfungerende kapitalmarkedet for SMV’er, skal vi også vænne os til risiko og til, at det ikke er alle selskaber, som er her om 5 år”.*

De store finansielle rådgiveres kunder er de institutionelle investorer, hvis investeringer er langt større end SMV’er. SMV’ers anvendelse af store finansielle rådgivere er derfor begrænset, da disse kunder ikke omfatter private investorer – som er dem som SMV’er primært henvender sig til. I Danmark er der kun 3-4 rådgivere, såsom Kapital Partner, Cedermera, Toft og Co. og John Norden (Norden Advisory). Det er derfor vanskeligt for SMV’erne at finde egnet rådgivere, der kan skaffe kapitalen. I Sverige er der langt flere rådgivere og investeringsbanker, der henvender sig til børsnotering af SMV’er, end tilfældet er i Danmark. For at få et mere aktive aktiekultur for SMV’er i Danmark, må det være nødvendigt med flere rådgivere, der er specialiseret i børsnotering af de små virksomheder.

3.3 Investors informationsbehov

Tilgængeligheden af korrekt og tilstrækkelig information er en af de vigtigste faktorer, når en investor skal træffe en investeringsbeslutning og afveje risici mod muligheden for at skabe indtjening. I den sammenhæng bør informationen, der fremgår af den pågældende virksomheds prospekt, kunne danne grundlag for vurderingen af, hvilke risici en investering medfører. Prospektet har derfor en nytte i at hjælpe investoren med at klarlægge en del af de konkrete risikofaktorer, der kan have betydning for den noterede akties kursværdi. Formålet med offentliggørelse af et prospekt, er at give investorerne den fornødne relevante information om aktierne, der er optaget til handel på et reguleret marked eller en MHF, såfremt at udstedelsen af udbuddet er omfattet af Prospektforordningens regler. Således søger reguleringen at mindske informationsasymmetrien mellem investorerne og udstederen. Optimalt indebærer dette, at investorerne har samme tilgængelig information, som det udstedende selskab selv. Den beskyttelse, der findes for investor i forbindelse med offentlige udbud, hviler i vid udstrækning af i kravet om et nøjagtig, redeligt og klart udarbejdet prospekt, Alene den investor, der er velinformeret, kan træffe en korrekt beslutning og ved hjælp af prospektet skal investor

⁶⁶ *Vækstfonden: First North ikke grundige nok* af Astrid Krysfeldt Hansen

således være i stand til at foretage en velbegrundet vurdering af udstederens forretningsmæssige og finansielle stilling, og på grundlag af prospektet en velbegrundet bedømmelse af investeringscasen i sin helhed.

I realiteten skal udbyder sikre sig, at det ikke kun er professionelle investorer, der skal kunne læse prospektet, men også private investorer. På aktiemarkedet for SMV'er er det primært private investorer, der investerer i de udstedte aktier. I mikro-cap segmentet er 60-100 pct. af investorerne små private investorer.⁶⁷ I små noteringer med en kapitalrejsning mellem 300 og 700 mio. kr. udgør de små private investorer kun op til 20 pct.⁶⁸ Mindre semi-professionelle fonde har til dels også interesse i dette segment, især i de lidt større aktier, det vil sige noteringer på 70-100 mio. og opefter. Således skal udsteder sikre, at man som investor kan danne et velbegrundet skøn over virksomheden, og det derved ikke kun er en eventuel rådgiver, der skal kunne forstå prospektet. I praksis kan det dog være lidt tungt at komme igennem et prospekt. Hertil ses en tendens til betydeligt mere omfattende prospekter, der ikke nødvendigvis har medført et højere informationsniveau. Årsagen til denne udvikling er blandt andet som følge af et øget samfundsmæssigt fokus på ansvar og erstatning for prospektmangler. Reglerne om prospektets indhold er således et produkt af en afvejning af hensyn til investorbeskyttelsen, tilliden til de finansielle markeder og de overordnede målsætninger for kapitalmarkedsunionen.

3.4 Asymmetrisk information

Der skelnes mellem tre begreber når man taler om information. Herunder fuldkommen information, ufuldkommen information og asymmetrisk information. Ved fuldkommen information forstås, at principalen omkostningsfrit har adgang til fuld information om agentens handlinger, omkostninger og nyttefunktion. Ufuldkommen information forekommer, når der er fuldkommen information, men ikke alle principaler kan gøre brug af den tilgængelige information. Når al information ikke er tilgængeligt på markedet, taler man om asymmetrisk information. Dette vil forekomme, når én markedsaktør er i besiddelse af mere information end en anden markedsaktør. Ved børsnotering af en virksomhed, opstår der under processen en informationsasymmetri og interesse konflikt mellem nye investorer og den virksomhed,

⁶⁷ *Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder* af Helge Sigurd Næss-Schmidt og Christian Heebøll, side 25

⁶⁸ *Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder* af Helge Sigurd Næss-Schmidt og Christian Heebøll, side 22 og 25

der børsnoteres. Problematikken opstået som følge af denne informationsasymmetri behandles i næste kapital.

Indenfor asymmetrisk information skelnes mellem tre begreber; Adverse selection, morald hazard og principal-agent problematikken. Efterfølgende afsnit vil behandle disse begreber i relation til børsnotering af en virksomhed og i den sammenhæng prospektets betydning under processen.

3.5 Principal /Agent-teorien

Det traditionelle agent-principal forhold er investor (principal), der ønsker at investere i værdipapirer i et selskab, og her er det udstedende selskabs (agentens) pligt at agere i investorens bedste interesse og derved skabe et velbegrundet investeringsgrundlag ved udstedelse af et informativt prospekt. Forholdet mellem investor og det udstedende selskab kaldes for principal/agent-forhold.⁶⁹ Når der er mulighed for interessekonflikter mellem parterne, kaldes dette for et agent-problem. Agent-problemet er en realitet på grund af en overhængende og sandsynlig risiko for, at agenten først og fremmest vil søge at varetage sine egne interesser frem for principalens. Der er altså en risiko for, at det udstedende selskab i stedet varetager sine egne interesse på bekostning af investorens, og således opstår et agent-problem. Udsteder kan eksempel have en tendens til at udarbejde prospektet med henblik på at fraskrive sig alt ansvar, og prospektet derved bliver for omfattende med et uigennemsigtigt informationsniveau for investoren. En anden tendens kunne være, at agenten ikke vurderer de forskellige risici for selskabet på samme måde, som principalen ville vurdere dem.

Principalen må antages at være mindre risikoavers, som en konsekvens af, at principalen kun har begrænset information og kontrol, mens agenten har fuld information og kontrol. For at sikre at en investor opnår et velbegrundet investeringsgrundlag, og informationsbehovet således er opfyldt, skal følgende forudsætninger være opfyldt:

1. Investoren skal kunne agere rationelt
2. Der skal være fuldkommen konkurrence til stede
3. Der skal være fuldkommen information

Såfremt forudsætningerne er opfyldt, er det muligt for investoren at identificere udsteder af værdipapirernes handling. Dermed vil investor kunne reagere, hvis uoverensstemmelser skulle opstå, og herved undgå morald hazard problemet.

⁶⁹ *Strategies and games theory* af Prajit K. Dutta, side 295

3.5.1 Agenten omkostninger

Agentomkostninger er de omkostninger der opstår, som en konsekvens af agent-problemet. Der antages at være to grundlæggende metoder til at håndtere problemer. Den første metode er konstant overvågning og kontrol med udsteder for at sikre at disse i overvejende grad handler i investorernes interesser. Denne overvågning vil i de fleste tilfælde være forbundet med betydelige omkostninger og derfor ikke altid rentabel. Dertil er overvågning (monitring) ikke altid praktisk muligt, og kan derfor ikke udføres. Den anden metode til at håndtere agent-problemet er etablering af incitamentsstrukturer, som er i stand til at sikre, at når agenten udfører arbejde udfører han dette i både egen og i principalens interesse

Agentomkostningerne opgøres som summen af omkostninger, der afholdes for at sikre, at agenten handler i principalens interesse plus de omkostninger, der opstår ved at agenten ikke handler i principalens interesse. Det er dog værd at bemærke, at agenten stadig agere opportunistisk og søger at maksimere sin egen nytte. Graden af investorernes tillid til den enkelte virksomhed og til aktiemarkedet, som en helhed, antages at have en sammenhæng med omfanget af agentproblemet og dermed størrelsen af agentomkostninger.

3.5.2 Agent-problemet i relation til børsnotering af en virksomhed

Dette kapitel vil indeholde en gennemgang af principal/agent-teorien. Denne gennemgang vil ske i lyset af udarbejdelse og offentliggørelse af et prospekt. De mest relevante antagelse og forudsætning i teorien vil blive forklaret, ligesom incitamentet for at inddrage relevant information i prospektet og problematikker forbundet hermed, vil blive det. Analysen koncentrerer sig udelukkende om principal/agent-teoriens anvendelse indenfor børsnoterede selskabers udarbejdelse af prospekter.

Agent-problemet er som nævnt et udtryk for de forskellige problemer, der opstår ved forskellen i agenten og principalens adgang til information og kontrol. Principal/agent-teoriens hovedfokus er en minimering af agentproblemet gennem forskellige tiltag. Denne minimering er vigtig set i sammenhæng med tilvejebringelse af forudsætningerne for et økonomisk efficient kapitalmarked.

Opståede problemer ved en virksomheds udbud af værdipapirer eller optagelse til handel på et reguleret marked, kan analyseres ved hjælp af principal/agent-teorien. En investor udtaler i en markedsanalyse, foretaget af Copenhagen Economics, at:

"Der er et principal-agent-problem, hvor det er svært at sikre, at ukendte virksomheder ikke blot ønsker kapital i aktiemarkedet, fordi de er så dårlige, at de ikke kan få kapital andre steder. Endvidere er det svært at sikre, at virksomheden efter en børsnotering har høj performance. Nogle virksomhedsejere har ikke nok at miste, hvis ikke de gør det godt." Citat: Investor⁷⁰

I relation til denne udtalelse, kan virksomheder, der børsnoteres, være af forskellig kvalitet, og derved udgøre en mere eller mindre god investeringscase. Betragtes de to ekstreme tilfælde, kan virksomhedernes deles op i virksomheder af høj kaliber og virksomheder af lav kaliber, vurderet ud fra virksomhedens finansielle stilling, forretningscase mv. De økonomisk bæredygtige virksomheder med en sund business case, er det tilfælde, hvor virksomhedsejere søger egenkapital i kapitalmarkedet, fordi virksomhedens vurderes at være så god, at ejerne af virksomheden gerne vil beholde kontrollen med virksomheden. Ejerne har mindre risiko for at miste kontrollen med virksomheden ved en børsnotering sammenlignet med andre former for kapitaludvidelser, eksempelvis ved en M&A-transaktion. Ved virksomheder af lavere kvalitet, er der tale om virksomheder, hvor en børsnotering er sidste udvej, fordi at virksomheden har fået afslag fra andre private mulige investorer. Dette var tilfældet ved OW-bunker sagen, hvor selskabet tidligere havde forsøgt at sælge forretningen uden held. Da selskabet senere blev børsnoteret, var informationen om selskabets datterselskab i Singapore udeladt. Dette datterselskab havde en aggressiv risikostyring, hvilket ikke af prospektet var oplyst til investorerne. Blot 7 måneder efter børsnoteringen gik OW-bunker konkurs.⁷¹ Dette tydeliggøre principal/agent-problematikkens værste udfald i relation til en børsnotering, som kan indtræffe på grund af den asymmetriske information mellem udsteder og investor. Nedenfor beskrives den informationsasymmetri og interessekonflikt mellem nye investorer og den virksomhed, der opstår ved børsnotering af en virksomhed;

Principalen: De nye potentielle investorers interesse er, at de investerer i virksomheder med en god økonomisk stilling og forretningsplan. Investorerne søger derved at sikre at virksomheden er af høj kvalitet, samt at den rejste kapitalen fra

⁷⁰ *Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder* af Helge Sigurd Næss-Schmidt og Christian Heebøll, side 38

⁷¹ *Prospektansvaret i dansk ret – en juridisk analyse af ansvarsgrundlaget for fejlbehæftede børsprospekter* af Christian Pedersen og Christian Morsø Windberg

børsnoteringen er med til at skabe fremtidig vækst og indtjening. Investorerne har dog ikke fuld information om virksomhedernes faktiske finansielle forhold og agenda. Det er kun offentlig information i form af prospektet, rådgiverens ry, information fra andre investorer mv., som investorerne har til rådighed. Informationerne, der fremgår af prospektet, har derved en væsentlig betydning for investorerne.

Agenten: Det er virksomheden og dens rådgiveres mål at få virksomheden til at fremstå som en højkvalitetsvirksomhed og derved god investeringscase for investorerne. Således søger de at tiltrække de rette investorer, der tror på virksomheden, uanset om den faktiske kvalitet er høj eller lav. Dette gøres blandt andet ved at udarbejde et prospekt, der fremhæver virksomheden stærke sider. Virksomheden og dens rådgivere har fuld information om virksomhedens faktiske kvalitet og agenda. Særlig når kvaliteten er lav, kan de forsøge at skjule dette, f.eks. ved at tilbageholde vigtig information i prospektet.

Agentproblemets omfang ses i forhold til den økonomisk efficiente størrelse af agentomkostningerne og ses primært af afhænge af forekomsten af asymmetrisk information, der således er et udtryk for den grad af kontrol principlen har med det udstedende selskab. I den sammenhæng er fuld kontrol lig med symmetrisk information. Reduceringen af asymmetrisk information vil således betyde reducere af agentomkostningerne, da parterne, ved at besidde samme mængde og indhold af information, skaber en ligevægt imellem sig. Troværdigheden mellem de børsnoterede selskaber og investorerne er en afgørende faktor for at skabe et vel-fungerende marked. En større tillid til markedet vil resultere i en øget investorinteresse, som skaber fundamentet for et succesfuldt marked. Et øget investorinteresse vil resultere i større interesse hos virksomheder, tilknyttede rådgivere samt analytikere på minibørserne, målrettet SMV'er.

I praksis er markedet ikke gennemsigtig, hvor agentproblemet opstår. Derfor er der foretaget forskellige tiltag til håndtering af agentproblemet her i blandt prospektforordningen. Baggrunden for prospektreglerne er derved at udligne den asymmetriske information mellem udsteder og investor, således at udsteder og investor i højere grad har lige adgang til relevant viden og lige gode muligheder for at fortolke denne viden, og informationssymmetri opnås.

Tiltagene i prospektforordningen er især udtryk for forskellige måder at håndtere asymmetrien forbundet med agentproblemet, hvor informationerne i prospektets søger at gøres mere relevante og gennemsigtige for investorerne, og derved at opnå informationssymmetri. Ændringerne af kraven til prospektets indhold i henhold til den juridiske analyse vurderes i teorien at bidrage til i højere grad at udligne asymmetrien mellem investor og udsteder, og derved afhjælpe agentproblemet. I henhold til den juridiske analyse er det usikkert, om regelforenklingen er tilstrækkeligt vidtgående til at ændre prospektets udformning i praksis, således at prospektet bliver gennemsommeligt og letlæseligt for investorerne. Det vil ligeledes være urealistisk at reguleringen af prospektkraven kan afhjælpe agentproblemet fuldstændigt, i det udsteder altid vil være i besiddelse af fuld information om virksomheden, mens investor kun har den offentligt tilgængelige information til rådighed. Det er urealistisk at tro, at man kan ændre dette udgangspunkt ved lovregulering. Uanset, vurderes prospektforordningen at skabe lovrammerne for at minimere agentproblemet, og regelforenklingen er derved et tiltag i den positive retning for skabelse af et velfungerende kapitalmarked for SMV'er i Danmark.

3.5.3 Signaling modellen

De udstedere (agenter), der udarbejder et prospekt med reel information, og samtidig har en virksomhed med en god økonomisk stilling og forretningscase, kan have et ønske om, at investoren (principalen) indser deres type virksomhed, og derfor er villig til at betale den rette pris for de udstedte aktier. Dette vil udmønte sig i, at udsteder vil søge at bevise aktiens værdi for de potentielle investorer. En mulighed for at opnå dette, kan være ved brug af corner investorer, som skal fungere som et kvalitetsstempel af investeringen, der kan tilføre investeringscasen en stærk troværdighed og professionalisme. Ved brug af corner investorer signaleres, at der er tale om en god investering, når den pågældende corner investor allerede har foretaget en investering i den pågældende virksomhed, hvilket således appellere til private investorer. Når en corner investor går ind i en aktie, blåstempler det i mange privatinvestorers øjne aktien og investeringscasen, og derfor er mange private investorer interesseret i at investere sammen med private corner investorer. På denne måde kan en corner investor tiltrække andre investorer til virksomheden. En corner investor kan være små semi-professionelle fonde, eksempelvis en familiefond eller en privat fond, der søger seriøse investeringsmuligheder, der kan give et potentielt godt afkast. Virksomhederne Boozt.com og

Orphazyme havde eksempelvis corner investorer med som kapitalejere, der således gjorde børsnoteringen til en mulighed for begge virksomheder.⁷²

Sådan tiltag er, hvad man i denne teori vil benævne signalering⁷³ fra agenten (udstederens side), der skaber tiltro til markedet. Tilstedeværelsen af corner investorer, der legitimerer investeringer i kraft af betydelige ejerandel, er tillige et vigtigt element set i lyset af, at det private segment ikke bør drive markedet for investeringer i SMV'er i lyst af de øgede risici, der normalt er forbundet med investering heri. Denne model anvendes i Sverige, hvor rådgiverne, som hjælper SMV'er på børsen, har oparbejdet gode relationer til en række større investorer, der fungerer som corner investorer i forbindelse med notering. I sidste ende medfører tilstedeværelsen af corner investorer en mere stabil aktiepris samt likviditet i markedet. Det faktum, at likviditeten i aktierne på SMV-markedet er lavere, betyder at det at tiltrække de større investorer, da likviditetsrisikoen er særligt relevant for disse, i kraft af de større investeringer. Dette giver problemer for børsmarkedet for SMV'er, idet tilstedeværelsen af de større investorer som sagt skaber mere stabile og fair priser i markedet. Fraværet af de større investorer resulterer derved i en øget likviditetsrisiko, samt en mere tilfældig fastsætning af aktiepriserne i markedet.

SMV'er er afhængig har at skaffe de private investorer, da de institutionelle investorers interesse er at investoren i de store virksomheder på large cap markedet. Børsnoteringsrådgivere bør afsøge muligheder for at identificere og opsøge alternative corner investorer udenom de store pensionskasser. Det fremgår af analyse foretaget af Axcelfuture, at der i Danmark er maksimalt 6 faste investorer, der fokuseret på segmentet med mikro- og små børsnoteringer, mens der vurderes at være 18-25 i Sverige.⁷⁴ En bredere investorkreds af corner investorer, som aktivt investerer i markedet for SMV'er er således en del af forklaringen på den svenske succes, idet det stærkere investorlandskab har medført, at flere investeringsbanker og rådgivere har målrettet sig noteringer af de mindre virksomheder.⁷⁵

3.5.4 Adverse Selection

Adverse Selection handler om usikkerheden op til en handel (ex ante), hvor principalen ikke ved, hvilket type hans agent er. Adverse selection-problemet kommer fra forsikringsverde-

⁷² *Børsnotering i Danmark* af DLA Piper, side 40

⁷³ *Strategies and games theory* af Prajit K. Dutta, side 391

⁷⁴ *Flere børsnotering til gavn for Danmarks velstand og velfærd* af Axcelfuture, side 7

⁷⁵ *Flere børsnotering til gavn for Danmarks velstand og velfærd* af Axcelfuture, side 8

nen, men inden for kapitalmarkedsretten kan et Adverse selection-problem eksempelvis være investors usikkerhed omkring at handle med udsteder, og således investerer i de noterede aktier, som er i besiddelse af mere information om selskabets reelle situation. Ved sådan type problem foreligger den asymmetriske information ex ante – altså inden investeringstidspunktet. Denne usikkerhed kan resultere i "adverse selection", dvs. ikke optimale valg, når investeringsbeslutningen skal træffes. Eksempelvis kan en situation, hvor adverse selection opstår, være hvor en akties kurs er for høj i forhold til den reelle værdi, og ledelsen af selskabet har viden herom. Herved ønsker ledelsen at opnå et provenu på et for højt grundlag. Idet investorer ikke er i besiddelse af fuld information om aktiens reelle værdi, kan det føre til, at investor betaler en overkurs for aktierne, som følge af manglende information og kontrol.

Ved adverse selection, er der således tale om en situationer, hvor den investor ikke har fuldt kendskab til den udstedende virksomhed og til de udbudte aktier generelt, og derfor må forsøge at gøre sig antagelser ud fra de informationer, denne investoren har til rådighed i form af prospektet. Af denne grund kaldes adverse selection også en model med skjulte informationer. Problematikken er blevet behandlet på flere forskellige måder, men en af de helt centrale er Georg Akerlofs analyse af markedet for brugte biler⁷⁶. Akerlof's analyse kan bruges til at kaste lys over adverse selection-problemet i udarbejdelsen af prospektet og valg af informationer, der indarbejdes i prospektet.

Investor er, ud fra ovennævnte afsnit, kun i besiddelse af den information om selskabet, som er offentligt tilgængelig, og investor har derfor ikke adgang til den samme information om selskabet, som ledelsen har. Herved opstår adverse selection problemet, og der vil derfor altid være en risiko forbundet med investering i aktier for en investor. Hvis den tilgængelige information i et prospekt er fejlagtig eller mangelfuld, kan det medføre at investor investerer i et selskab, som af prospektet fremstår som en god forretningscase, men i realiteten havde skjulte udfordringer. Hensigten med prospektforordningen er at afhjælpe dette problem ved retlig intervention. Lovgivningen tager derfor hensyn til informationsasymmetrien i form af prospektkravene. Kravene til prospektets indhold, herunder information om relevante risikofaktorer, som selskabets står overfor, er tiltag under hensyn til at beskytte investorerne. Disse oplysninger vil udligne asymmetrien mellem udsteder og investor ved, at udsteder har pligt til at inddrage den relevante information i prospektet. Der er dernæst påbud om, at ledelsens

⁷⁶ *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism* af Akerlof, Georg A.

samt de rådgiver, der har deltaget i udarbejdesen af prospektet, skal underskrive en erklæring om prospektets information er korrekte. Såfremt prospektet er fejlagtigt eller mangelfuldt, og de erstatningsretlige betingelser i øvrigt er opfyldt, kan der gøres et erstatningskrav gældende mod de pågældende personer. Dette søger ligeledes at udligne asymmetrien, idet ledelsen kan ifalde erstatningsansvar, såfremt de fornødne informationer ikke er givet, eller ved misinformation. De nugældende prospektkrav anses herefter at være med til at udligne den asymmetriske information mellem udsteder og investor i nogen grad, men en fuldstændig udligning anses ikke at være mulig på baggrund heraf. Henset til ændringerne af prospektkravene som følge af prospektforordningen, vurderes det ikke at udgøre en væsentlig ændring for investor, idet ændringerne ikke synes at være ambitiøse nok til at ændre prospektets indhold væsentlig. Informationer, der har højere grad af relevans og gennemsigtighed, i henhold til de ændrede krav til prospektets længde samt prioritering af risikofaktorer, vil i teorien forbedre investors adgang til informationen, men udsteder vil stadig være i besiddelse af al information, men investor kun har adgang til den information, som udsteder vælger at offentliggøre. Adverse selection teorien danner derfor grobund for at konkludere, at markedet for SMV'er ikke altid er efficiente, da al information ikke altid er tilgængelig for alle parter. Dertil konkluderes, at prospektforordningen ikke forventes at ændre dette udgangspunkt.

3.5.5 Morald hazard

Morald Hazard er usikkerheden om, hvordan parterne vil agere efter at handlen er indgået (ex post) og stammer ligesom Adverse Selection fra forsikringsverdenen. Her er tale om en situation, hvor den ene part ikke kan observere den andens parts handlinger. Af samme årsag bliver morald hazard kaldt en model med skjulte handlinger. Morald Hazard-problemet opstår således, i modsætning til Adverse Selection-problemer, efter investeringstidspunktet og vedrører asymmetrisk information om agentens handlinger. Der kan opstå en morald hazard situation, hvis principalen og agenten ikke har samme incitament, og agenten derved opfører sig anderledes end principalen ønsker.⁷⁷

Da afhandlingen fokus er på SMV'ers adgang til kapitalmarkedet, og derved processen op til notering af virksomheden, behandles Morald hazard problemet ikke videre i afhandlingen.

⁷⁷ *Strategies and games theory* af Prajit K. Dutta, side 293

3.5.6 Delkonklusion

Dette kapitel har søgt at forklarer de grundlæggende elementer i principal/agent teorien generelt samt sat i relation til denne afhandling problemstilling, altså SMV'ers adgang til kapitalmarkedet. Afhandlingens fokusere imidlertid på hvilket problem af PA-teoretisk karakter, der opstår ved børsnotering af et selskabet. Dernæst vurderes prospektforordningens indflydelse på PA-problemet og eventuelt løsning heraf.

Morald Hazard problemet opstår som beskrevet ex post, det vil sige efter investorens investering i selskabets udstedte aktie. Idet afhandlingens fokus ligger på SMV'ers adgang til kapitalmarkedet i lyset af kravene til udarbejdelse af et prospekt, er processen op til børsnoteringen derved særligt relevant. Det findes derfor ikke relevant at undersøge Morald Hazard problemet nærmere. Adverse Selection-problemet opstår som beskrevet før en eventuel investering i selskabets aktie for den private investor. Adverse Selection-problemet medfører en stor og særdeles betydningsfuld informationsskævhed mellem principal og agent, altså mellem udsteder og den potentielle investor. Det er vist uden for enhver tvivl, hvor vigtig korrekt og relevant information kan være for en investors investeringsbeslutning. Derfor forsøges det, ved implementering af prospektforordningen, at minimere denne asymmetri i informationen om kvaliteten af selskabet, der optages til handel på aktiemarkedet. Dette forhold er altså af stor vigtighed. Kravene til prospektets omfang samt prioritering af risici kan i teorien minimere asymmetrien i information om agentens, altså udstederens adfærd. Dette ved at den tilgængelige information for investorerne bliver mere gennemsigtige, særlig for den private investor, som typisk kun er i besiddelse af den information, der fremgår af prospektet. I henhold til den juridiske analyse, er det dog diskutabelt om ændringen af prospektkravene er tilstrækkelig reviderende til at ændre praksis for udarbejdelse af prospektet, og ændringerne forventes der ikke at gøre en signifikant forskel for investor, om end tiltagene er et skridt i den rigtig retning.

Næste kapitel opstiller en hypotese, der i lyset af prospektforordningen, analysere konsekvenserne af en øget investorbeskyttelse, og forholdenes indflydelse på markedets effektivitet.

3.6 Teori om effektive markeder

Et af hovedformålet bag prospektforordningen er som nævnte at opnå et effektivt marked og dermed sikre tilliden til kapitalmarkedet. Hvad der præcist menes med begrebet effektivt

marked, i prospektretlig forstand, er imidlertid ikke beskrevet yderligere. Prospektforordningen specificerer ikke nærmere, hvad der menes med markedseffektivitet, og spørgsmålet er således hvilket efficiensbegreb, der er relevant at benytte i denne sammenhæng. I denne afhandlingen anvendes Kaldor-Hicks-kriteriet som efficiensbegreb. Dette skyldes primært, at fremgangsmåden ofte bliver anvendt i retsøkonomien til at skabe efficiente retstilstande.

Markedets efficiens vurderes ud fra en betragtning om, at mere koncis og gennemsigtig information for investorerne resulterer i bedre prisfastsættelse af aktiekurserne, hvilket skaber mere tillid til markedet, som resulterer i øget effektivitet i markedet. Efficiensbetragtningen foretages ud fra anskuelser af, at investorernes tillid til markeder, og derved interessen til at investere, er et afgørende fundament til at sikre et succesfuldt marked på længere sigt.

Effektiviteten kunne ligeledes vurderes ud fra en likviditetssynspunkt, eksempelvis målt ud fra den daglige bid-ask spread. En sådan analyse vil ikke inddrages i denne afhandling.

Som følge af problemstillingen vil en økonomisk efficiensanalyse inddrages i afhandlingens økonomiske del. Anvendelsen af sådan efficiensbetragtning er udtryk for en normativ tilgang, der er holdnings- og ændringsorienteret. Til at vurdere efficiens anvendes som nævnt Kaldor-Hicks kriteriet og efficiensanalysen vil derved tage afsæt i teorien om hypotesen om kapitalmarkedets efficiens, mens efficiensvurderingen vil ske ud fra Kaldor-Hicks kriteriet.

Det vil vurderes, hvorvidt ændringerne i prospektforordningen vil medføre et forbedret efficiensniveau på kapitalmarkedet for SMV'er.

3.6.1 Hypotesen om kapitalmarkedets efficiens

Grundlæggende er kapitalmarkedets funktion at allokere ressourcer fra de der har overskydende kapital, til de der efterspørger kapital. Det er et samfundsøkonomisk mål, at maksimere samfundet nytte ved maksimere den enkelte agents nytte. Dette gøres ved at kapitalen allokeres derhen, hvor den skaber mest nytte. Der vil derfor ske en effektiv allokering af kapitalen, når et marked er effektivt. Såfremt et selskab er i besiddelse af information, der vi ændre på forventningen til aktiens afkast, vil det betyde at aktiekursen ikke stemmer overens med aktiens reelle værdi. Her taler man om markedsimperfektion. Disse søges at undgås ved regulering af udsteders pligt til at inddrage information i prospektet, som er nødvendig for at investor kan tage en velbegrundet investeringsbeslutning. De prospektretlig juridiske regler er derved en del af grundlaget for, at kapitalmarkedet kan være effektivt. Et effektivt marked er kendetegnet ved at balancere hensynet til investorerne og udbyderne.

Ved en efficient tilstand forstås, at man ikke kan forbedre en persons nytte uden at stille en anden part ringere, såkaldt Pareto optimalitet. Samfundsøkonomisk er en efficient allokeringen af ressourcer, når investorer med overskydende kapital investerer denne i virksomheder med investeringsprojekter, men som mangler kapital til at udføre disse projekter. Den klassiske definition af et efficient kapitalmarked blev præsenteret af den amerikanske finansieringsøkonom Eugene Fama i 1970, som definerer et efficient kapitalmarked som følgende;

*"A market which prices always fully reflect all available information is called efficient"*⁷⁸

Et marked er således efficient, hvis det i aktiekurserne på ethvert tidspunkt, er inkorporeret al tilgængelige information. Definitionen beskriver således det ideelle marked, hvor investorer kan træffe beslutninger om investering under den formodning, at aktiekurserne fuldt ud reflekterer al tilgængelig information. Dette betyder at aktiekurserne repræsenterer reelle værdi af den pågældende virksomheden. Efficiens referer sig derfor til information. For at dette skal være muligt, har Fama opstillet tre forudsætning, som skal være tilstrækkelig for at opnå efficiens;⁷⁹

1. Ingen transaktionsomkostninger
2. Al tilgængelig information stilles gratis til rådighed for alle markedsdeltagere
3. Homogene forventninger, hvor alle er enige om, hvilke implikationer, den tilstedeværende information, har for den nuværende og den fremtidige kurs. Dette vil sige at agenternes adfærd er rationel.

Fama har foretaget en række banebrydende studier af aktiemarkedernes efficiens. Han indde-
ler graden af efficiens i tre former, der hver er baseret på forskellige informationssæt⁸⁰.

1. *Svag efficiens*, hvor aktiekursen indeholder al historisk information og indsamling med henblik på bearbejdning er således nytteløst.
2. *Semi-stærk efficiens*, hvor aktiekurserne afspejler al historisk information, men alt offentligt tilgængelig information tillige er indarbejdet i aktiekursen, eksempelvis i form af årsregnskaber, prospekter, halvårsmeddelelser mv.

⁷⁸ *Efficient Capital Markets: II* af Eugene Fama, side 1575

⁷⁹ *Efficient Capital Markets: II* af Eugene Fama, side 1575

⁸⁰ *Efficient Capital Markets: II* af Eugene Fama, side 1576

3. *Stærk efficiens*, hvor aktiekurserne afspejler al information, dvs. både historisk, offentligt og intern viden. Dette betyder, at personer med adgang til insider viden, ikke vil kunne handle på denne viden og opnå overnormal profit.

Hovedformålet bag tesen om effektive markeder er at sikre informationsmæssige transparens i videst mulig udstrækning, og i mindre grad sikre hensynet til eksklusivitet, hvilket bunder i hensynet til indhentelse og bearbejdning af information. Der er en udbredt accept af, at aktiemarkedet er efficient i den mellemstærke form, hvor der foreligger omfattende empirisk belæg herfor. Det bemærkes at tesen kun operer med et krav om, at al tilgængelig information afspejles i kursen, og derved operer tesen ikke med begrebet *relevant* information. Derfor kan man ikke støtte et væsentlighedskrav på baggrund af tesen.

3.6.1.1 Forudsætninger for hypotesen om efficiente kapitalmarkeder

Hypotesen om efficiente kapitalmarkeder forudsætter, at investorerne er nyttemaksimerende, og derved handler rationelt, og har rationelle forventninger. Hypotesen tillader, at når der gives ny information, så vil nogen investorer overvurdere den givne information, mens andre investorer vil undervurdere informationens relevans og væsentlighed for investeringscasen. Således anerkender tesen om effektive markeder, at markedet består af både private og professionelle investorer, der adskiller sig fra hinanden, hvad angår deres ekspertise i at foretage investeringer. Anvendelse af en standarden for "en fornuftig investor" ville endvidere være mindre hensigtsmæssig, eftersom der mellem såkaldte professionelle investorer kan være stor uenighed om en given akties værdi. Således ville begrebet en "fornuftig investor" ikke være operationelt. Hypotesen kræver dog, at reaktionerne er tilfældige, så det er muligt at den enkelte investor kan tage fejl, men at aktiemarkedet som helhed altid har ret.

3.6.2 Efficiens på SMV-markedet

Sammenfattende kan det konkluderes, at aktiemarkedet ud fra et perspektiv om hypotesen om efficiente kapitalmarkeder, er forholdsvis effektive. Dette betyder at alt tilgængelig information altid er afspejlet af aktiekurserne, og aktierne handles til en retfærdig pris i relation til virksomhedens reelle værdi. De mindre markeder for SMV-segmentet, kan dog ikke betegnes som "velfungerende" i samme grad. Dette betyder, at ikke al tilgængelig information er afspejlet i aktiekursen. Derved har virksomhederne i SMV-segmentet ikke nødvendigvis en markedsværdi, som er tilnærmet den fundamentale værdi af virksomheden. Dermed er det sand-

synligt, at en investor kan investere i en aktie, som er undervurderet, men omvendt også sandsynligt at aktien er overvurderet. Såfremt at aktien er overvurderet, risikere investoren dermed at tabe sin investerede kapital, og dermed miste en del af sin formue. Dette er, som tidligere nævnt, af kritikere anført, en væsentlig problematik på det danske kapitalmarked for SMV-segmentet, idet dette giver en mistillid til markedet. Dette var tillige udfordringen på First North markedet tilbage i årene omkring finanskrisen, og samme udfordring anføres af eksperter at gentage sig på markedet i dag. Dette vurderes at være en af faktorer for den manglende investeringslyst i SMV'er, idet den risikoaverse investor vil foretrække at investere i selskaber fra et ledende markedsindeks, hvor aktiepriserne, ud fra hypotesen om det efficiente kapitalmarked, alt andet lige vil være mere retfærdig. Markedsværdien af SMV'er er naturligt nok ikke stor, og derved ofte heller ikke være en høj likviditet i de pågældende værdipapirer.⁸¹ For institutionelle investorer vil dette udgøre en hindring for at kunne investere i aktien, idet de institutionelle investorer qua deres investerings set-up i mindre grad kan rumme investering i SMV'er. Det er ikke rationelt for så store investorer at beskæftige sig med investeringer i SMV'er, da afkastet ikke står i forhold til indsatsen, der ligger bag investeringen. Det er selvsagt en udfordring, at institutionelle investorer primært følger de store virksomheder, og ikke har interesse i at investere i de mindre virksomheder. Dermed kan markedet for SMV'er kun fungerer, når et stort antal private investorer investerer direkte i enkelt aktier og aktivt deltager i markedet. Den risikoaverse private investor vil være mere påpasselig med at investere i mindre likvide aktier, som befinder sig i SMV-segmentet, hvorfor dette kan være en hindring for at skabe et effektivt marked for SMV'er. Den manglende likviditet er medvirkende til at afholde investorer fra at investere i de mindre selskaber, hvilket derfor er en væsentlig hindring for, at mindre selskaber kan finde nye investorer på det danske børs-marked.

Endnu en udfordring er, at SMV-markederne har en begrænset analysedækning, hvilket ligeledes kan være en hindring for den private aktieinvestor, som har behov for kvalificeret at kunne følge en investering.⁸² Mængden af analyse- og nyhedsdækning har i et vist omfang indflydelse på investorinteressen og omsætningen i en aktie. Undersøgelser har vist, at analy-

⁸¹*Vækst, aktiekultur og børsnoteringer* Analyse og forslag til løsninger, Børsmæglerforeningens årsmøde 17. marts 2016.

⁸²*Børsnotering – Sådan skaber vi vækst* af Kromann Reumert, side 5

tikere har størst interesse i at dække virksomheder med et market cap over 2 mia. DKK.⁸³ Analytikere har dermed særligt fokus på midcap segmentet og opefter, hvilket skaber en naturlig omsætning likviditet i de større aktier.

3.6.3 Delkonklusion

Hovedformålet med de centrale børsretlige regler er at sikre en højere grad af gennemsigtighed i markedet, og derved opnå øge markedets efficiens. Dette er nødvendigt for at sikre, at der sker en efficient allokering af kapital, hvilket gavner den samfundsøkonomiske vækst positivt. Det er værd at bemærke, at begrebet efficient allokering i denne afhandling relaterer sig til informationsmæssig efficiens på de finansielle markeder.

Prospektforordningen foreskriver, at selskaber ved notering og udstedelse af prospektet skal oplyse om væsentlige forhold og risici, der vedrører den specifikke virksomhed. Formålet med at kræve prioritering og kun relevant information, er at skabe grundlag for, at investorerne, udstedere og handlere kan skabe og nyde godt af et reelt og gennemskueligt marked.

Antagelserne bag hypotesen om efficiente kapitalmarkeder indeholder en forudsætning om, at alle agenter har gratis adgang til al information, og alle har fuld information. I praksis er dette ikke muligt, idet alle aktører ikke vil have fuld information og der ligeledes er omkostninger forbundet med at tilegne sig information. Famas hypotese anses derfor for at være en ekstrem hypotese fordi der antages ikke at være omkostninger ved information og transaktioner. Der henvises til Grossman & Stiglitz som ansætter, at hvis al information er gratis for alle markedsaktører, og aktiekurserne samtidigt reflekterer denne information, så eksisterer der ikke et incitament til at opsøge information. Spørgsmålet er herefter, hvem skal så forandre priserne således at de kan reflektere den tilgængelig information. Et efficient marked kræver derved, at priserne aktiv reguleres, og passivitet er derfor inkonsistens med et efficient marked. Dertil kommer sondringen mellem relevant og mindre relevant information, hvorfor priserne på de finansielle markeder næppe altid kan reflektere den totale information, og de finansielle markeder derfor ikke, i teoretisk forstand, kan være fuldt efficiente i praksis.

I henhold til tesen om det efficiente marked er reguleringen et udtryk for en inefficent retstilstand, idet det antages, at mere information altid er bedre end mindre. Desto mere information

⁸³ *Børsnotering – Sådan skaber vi vækst* af Kromann Reumert, side 6

investorerne har til deres rådighed, desto tættere vil aktiekurserne være på deres sande værdier, hvilket betyder, at markedet vil være i bedre stand til at opfylde sin allokeringsfunktion. Spørgsmålet er dog, om det er korrekt at antage, at mere information altid vil være en god ting. Som allerede anført er det urealistisk at tro, at alle investorer på markedet vil agere fuldt ud rationelt. Det forekommer derfor ikke helt oplagt, at alle investorer altid vil finde mere værdi i mere information. I henhold til prospektets indhold ses det i praksis, at prospektet oversvømmes med information, som investorer alligevel ikke formår at benytte, og de væsentlige og relevante informationer sløres. Dette indikere, at det optimale niveau af information i prospektet ikke er lig med en maksimal udledning af information til markedet. Ud fra et ønske om at fremme kapitalmarkedets efficiens, er prospektforenklingen velbegrundet, da informationerne i højere grad afspejler sig i aktiekursen, og dermed i sidste ende sikrer en optimal kapitalallokering. Hypotesen om efficiente kapitalmarkeder forudsætter dog, at investorerne handler rationelt.

3.7 Er prospektforenklingen Kaldor-Hicks efficient?

Efficiens er kriteriet, der udtrykker økonomisk velfærd, hvilket i retsøkonomisk forstand indebærer, at ressourcerne allokeres derhen, hvor de har den største værdi. Derved er det økonomiske velfærdsbegreb bestemt af resourceallokering, hvilket kommer til udtryk i efficientskriteriet.⁸⁴ Coase-teoremet foreskriver, at såfremt der eksistere veldefinerede rettigheder, og hvis der ikke eksisterer transaktionsomkostninger, vil parterne, uagtet deres forhandlingsstyrke, gennem forhandling opnå et Pareto-optimalt resultat. Det vil sige at ressourcerne allokeres derhen, hvor de har den største værdi. Fremskaffelse af yderligere information kan være temmelig omkostningstung og vanskeligt, og det må antages at visse transaktionsomkostninger vil være forbundet med indhentningen af den yderligere information. Disse transaktionsomkostninger må i en sådan sammenhæng kunne betegnes som værende informationsomkostninger.

Der opereres generelt med to efficientskriterier, henholdsvis Pareto-kriteriet og Kaldor-Hicks-kriteriet, hvorefter efficiens vurderes. Ifølge Pareto-kriteriet opnås en velfærdsforbedring, hvis ressourcerne kan allokeres på en sådan måde, at ingen kan stilles bedre, uden at andre herved bliver stillet værre. En Pareto-optimal tilstand er opnået, når det ikke er muligt at ændre resourceallokeringen, uden at nogen stilles dårligere end udgangspunktet. Der findes dog

⁸⁴ Skriftlig jura – den juridiske fremstilling af Thomas Riis og Jan Traskowski, side 159

næppe særlig mange retsregler, der kan ændres, uden at nogen herved stilles værre. Ideologisk er Pareto-kriteriet til gengæld meget stærkt, da det er svært at være imod en ændring, som giver fordele til nogle personer, uden at andre skades herved.

En anden måde at vurdere efficiens på er ud fra Kaldor-Hicks-kriteriet, der er mere operationelt. Efter dette kriterium kan en ressourceallokering godt medføre en velfærdsforbedring, selvom nogle personer bliver stillet dårligere, men det kræver, at den fordel, som vinderne ved ressourceallokeringen opnår, skal være så stor, er større end det tab, taberne lider ved ressourceallokeringen. Kaldor-Hicks-kriteriet støtter således en ændret retstilstand, hvis omfordelingen af ressourcerne bevirker, at de samlede fordele ved ændringen er større end de samlede ulemper. Det er ikke et krav, at der rent faktisk sker en kompensation, men blot at det er teoretisk muligt.⁸⁵ Med den rette fordeling af "gevinsten" vil der samtidig være tale om en velfærdsforøgelse efter Pareto-kriteriet, dvs. en Pareto-forbedring. De fleste Kaldor-Hicks forbedringer vil dog ikke være Pareto forbedringer. I retsøkonomiske analyser er det som regel Kaldor-hicks-kriteriet, der anvendes, selvom det er problemer forbundet med det. For det første er det problematisk at opgøre de samlede fordele og ulemper og opveje en persons fordel med en anden persons ulemper, der gælder for alle individer. For det andet er kriteriet ikke så stærkt som Pareto-kriteriet, fordi det ikke tager højde for fordelingsmæssige konsekvenser. Det betyder, at en ændring i retstilstanden, der medfører en Kaldor-Hicks-forbedring, også kan medføre, at de rigeste i samfundet opnår alle gevinsterne ved ændringen, de fattigste alle tabene. Selvom der efter Kaldor-Hicks-kriteriet er tale om en velfærdsforbedring, er der sikkert mange, der ikke synes, at det er en ønskværdig tænkning. Kaldor-Hicks-kriteriets udfald demonstrerer en ændring i en given situation, og udtrykker dermed en interpersonel nyttesamling mellem to tilstande, dvs. tilstanden før og tilstanden efter ændring af reguleringen. Således tager kriteriet ikke hensyn, hvordan fordelingen foretages og konsekvenserne heraf, men fokuserer alene på, om allokeringen medfører en velfærdsforøgelse og dermed bør foretages. Kaldor-Hicks udgør et underliggende rationale for cost benefits analyser. I cost benefits analysen evalueres et projekt ved at sammenligne fordel og ulemper, dvs. de samlede omkostninger for projektet. Projektet vil typisk blive givet, hvis fordelene overstiger omkostningerne, Dette er således en effektiv anvendelse af Kaldor-Hicks krite-

⁸⁵ *Kaldor-Hicks Efficiency and the problem of central planning*, side 44

riet, fordi det i teorien svarer til at fordelene er tilstrækkelige til at de, i teorien kunne kompensere dem, der har lidt et tab som følge af projektet.

Denne afhandling søger at vurdere, i hvilket omfang ændringerne i prospektreglerne i Danmark kan karakteriseres som en efficient retstilstand. Analysen vil i den forbindelse undersøge, hvorvidt prospektforordningen fordre et optimalt niveau af information i prospektet, eller om samfundet/investorerne kunne være bedre stillet, hvis der blev offentliggjort mere eller mindre information. I denne analyse anvendes Kaldor-Hicks kriteriet til at undersøge, om ændringerne af prospektkravene til SMV'er er en forbedring, hvis gevinsten af ændringerne, fuldt ud kan kompensere tabet og derved stadig opnå en samlet gevinst/forbedring. Vurderingen foretages ud fra henholdsvis investorernes, udstedernes og den samfundsøkonomiske synsvinkel.

3.7.1 Investorsynsvinkel (Investorbeskyttelse)

Tager man udgangspunkt i tesen om det efficiente marked, er det relevante spørgsmål, om markedet som helhed, vil tillægge begrænsningen af oplysninger værdi, det vil sige om markedet må forventes at få et mere præcist estimat for de udstedende selskabers fundamentale værdier, hvis selskaberne offentliggør prospekter med mere begrænset og specifik information. Hypotesen om de efficiente markeder antager, at alle markedsaktører agerer fuld ud rationelt. Dette må dog anses at være en urealistisk antagelse i praksis. Private investorer har ofte ikke nogen ekspertise inden for aktiehandel, hvorfor disse må betegnes som begrænset rationelle, når de investerer i SMV'er på kapitalmarkedet. Det er således ikke realistisk at antage, at de vil kunne overskue, hvilke forhold der har den største relevans, i et prospekt med et højt informationsniveau. Som tidligere nævnt, vil for mange generelle informationer i prospektet kunne sløre de væsentligste informationer, der er specifikke for virksomheden. Ud fra dette perspektiv, synes det ikke at gøre sig gældende, at mere information altid vil være bedre end mindre. I den sammenhæng vurderes de nye krav til prospektets indhold, der minimerer prospektets omfang, at fordre et mere optimalt informationsniveau for den private investor. Til lige vil prioriteringen af risikofaktorerne væsentlighed gøre det lettere for den potentielle investor at gennemskue risici, der er væsentlige for den specifikke virksomhed. Det bemærkes hertil, at udsteders vurdering af, hvordan risikofaktorerne bør prioriteres, dog ikke nødvendigvis er den samme vurdering, som den potentielle investor eller en anden aktør vil have.

Når en investor skal placere sin kapital i en virksomhed, foretages investors investeringsbeslutning ud fra en afvejning af forholdet mellem risiko og afkast. Både en begrænset rationel investor som en rationel investor vil vælge den investeringscase, der forventes at give det største forventede afkast i forhold til den forventede risiko. Derved er den begrænset rationelle investor er ikke direkte irrationel i sin beslutning om investering. Forskellen på en begrænset rationelle investor og den rationelle investor, er, at den begrænset rationelle investor ikke i samme grad evner at anskaffe og fortolke den tilgængelig information i prospektet på tilstrækkelig vis. En begrænset rationel investor vil som følge heraf, foretage fejlagtige vurderinger, hvilket vil resultere i investeringsbeslutninger, der ikke er efficiente.

Rationalet er, at det ikke er gratis at indsamle og anvende information. Således er der omkostninger forbundet med at erhverve information, selv om informationen er offentligt tilgængelig via prospektet. Derved er det udelukkende en fordel at have yderligere information til rådighed, hvis den marginale fordel ved en yderligere enhed af information overstiger den marginale omkostning ved at erhverve og forbruge en yderligere enhed.⁸⁶ I den sammenhæng er det værd at bemærke, at det således ikke kun er de direkte omkostninger til at analysere og fortolke information, der stiger, når informationsmængden stiger. Derved er det ikke kun udsteders omkostninger ved udarbejdelse af prospekter, der stiger når informationsmængden øges, men også investorernes omkostninger til at den behandle den information, der gives i prospektet. Såfremt at et prospekt udarbejdes med en lang række generelle information, kan der ske en *information overload*. Dette betyder, at når en investor skal træffe en beslutning på baggrund af et omfangsrigt prospekt med et stort informationsmateriale, vil investoren ikke altid have tilstrækkelig tid til at gennemgå hele prospektet i detaljer. Det kan ligeledes ske, at investoren ikke kan gennemskue informationernes væsentlighed og relevans for den specifikke virksomhed. I sådan situation vil det være nødvendigt for en begrænset rationel investor til at træffe en hurtig beslutning om investering ud fra en simpel beslutningsstrategi. Dette kunne være ved at nøjes med at nærlæse dele af prospektet, eksempelvis resuméet og risikofaktorerne.

Ovenstående kan resultere i, at den private investor ikke gennemgår prospektet i detaljer, idet omkostningerne forbundet hermed, er for store. Dette betyder, at investoren ikke kan

⁸⁶ *Efficient Capital Markets: II* af Eugene Fama, side 1575

foretage en velbegrundet investeringsbeslutning på baggrund af prospektet, som prospektreglerne tilsigter. I den sammenhæng vurderes det tillige, at en forenkling af prospekter, i henhold til den nye prospektforordning, vil gavne særligt den private investor. Det forventes ligeledes, at det samtidig vil gøre det lettere for den pågældende investor, at sammenligne de forskellige virksomheder, og investeringscases.

Problematikken omkring information overload er relevant i denne sammenhæng, idet det ikke er givet, at mere information ikke altid vil være en fordel, som tesen om det efficiente marked ellers antager. Dette ses, som allerede nævnt, i praksis, at prospekter har tendens til at blive for omfangsrige og en stor mængde af general information derved slører de væsentlig informationer om den specifikke virksomhed. Således er det ikke givet, at en simpel investeringsstrategi baseret på en stor mængde information vil være bedre end en mere kompleks beslutningsstrategi baseret på en mindre mængde af information. I den sammenhæng vurderes initiativerne i prospektforordningen at fordre et højere niveau af efficiens på de finansielle markeder for SMV'er. Forordningen forenkler derved investorernes beslutningsgrundlag, og minimere informationen til markedet, der er omkostningstung og tidskrævende for udstedere at udarbejde og tidskrævende for investorerne at fortolke på. Der vil på den baggrund være større sandsynlighed for, at investorerne kan skelne de væsentligste oplysninger fra de uvæsentlige. Dette vil alt andet lige øge sandsynligheden for, at investorerne træffer bedre investeringsbeslutninger, hvilket i sidste ende kan gavne markedsefficiensen.

I henhold til afhandlingens problemstilling, er spørgsmålet herefter, hvorvidt prospektforordningen fordrer et mere optimalt niveau af informationer og omfang af prospektet. På baggrund af nærværende analyse vurderes, at prospektforordningen danner rammerne for et mere optimalt niveau af information i prospektet. Dertil er det dog tvivlsomt om det også vil gøre sig gældende i den praktiske udarbejde af prospekter. Tendensen er, som tidligere nævnt, at omfanget og indholdet af prospekter ofte overstiger, hvad der retligt er nødvendigt. Det kræver således, at praksis ændres i overensstemmelse med de nye regler, og prospekterne dermed reelt forenkles. Reglerne i forhold til resuméet længde samt begrænset antal risikofaktorer og prioritering af disse, synes dels at kunne hjælpe på problemstillingen. Ændringerne i prospektreglerne synes i et helhedsperspektiv ikke tilstrækkelig reviderende til, at ændre den hidtil praksis for prospektudarbejdelse. For at praksis reelt vil blive ændret, kræ-

ver det det en pragmatisk tilgang til anvendelse af reglerne fra markedets aktører, herunder udstedere, rådgivere og myndigheder. Prospektforordningen danner således rammerne, mens at det er op til aktørerne at administrerer herefter for at målet med regelændringerne nås.

3.7.2 Udstedersynsvinkel

Der kan være mange forskellige årsager til, at det kan være attraktivt for et selskab at blive børsnoteret. For helt små vækstvirksomheder er det typisk begrundet i mangel på mere risikovillig kapital. Selskabet kan have behov for ny kapital til at realiserer udviklingsaktiviteter eller intensivering af markedsføring, som led i en klar vækststrategi, og kan derfor søge egenkapital i børsmarkedet. Definitivt er en børsnotering at betragte som egenkapitalfinansiering, hvilket står i modsætning til fremmedkapitalfinansiering via eksempelvis banklån. Efter finanskrisen strammede bankerne betingelserne for at opnå lån, og siden 2008 er udlån til nye virksomheder faldet med 40 pct. - og i 2014 fik 9 pct. af de danske virksomheder ikke adgang til banklån.⁸⁷ Det er især SMV'er, der er blevet ramt af efterdønningerne af krisen, og således er det væsentligt, at SMV'er lettere skal kunne skaffe finansiering uden for den normale banksektor, hvor især SMV'er ikke altid kan få adgang til den fornødne kapital.

I henhold til afhandlingens problemstilling, er det interessant at vurdere, hvordan prospektforenklingen påvirker udstedende SMV'ers kapitalomkostninger. I henhold til tesen om det efficiente marked vil et selskabs kapitalomkostninger minimeres i takt med, at selskabet inddrager mere information i prospektet til offentligheden. Rationalet er, at desto mere information, der gives i prospektet, desto bedre kan investorerne vurdere værdien af selskabets aktier. Konsekvensen er i denne sammenhæng, at investorernes tiltro til at markedet fungerer øges, og investorerne vil derved kræve en mindre risikopræmie. Således antager teorien, at udstedernes kapitalomkostninger vil falde i takt med oplysning af mere og mere information, hvorfor der kan argumenteres for, at prospektforordningen ikke udgør en optimal standard i forhold til at mindske udstedernes kapitalomkostninger. Som allerede nævnt, er mere information dog ikke altid lig med et bedre investeringsgrundlag for investorerne. Det er derfor heller ikke sikkert, at en udsteder, der offentliggør mere information, end hvad prospektforordningen fordrer, vil opnå lavere kapitalomkostninger af den grund.

⁸⁷ Finansrådet bakker op om kapitalmarkedsunionen af Jeanne Dragheim, redaktør Peter Parbo, europabevægelsen

3.7.3 Udsteders økonomiske konsekvenser

Formålet med prospektforordningen er, som sagt, at reducere omkostninger i forbindelse med notering for udstederne, men uden at underminere investorernes tillid til markedet. Dette kapitel vil have fokus på udsteders omkostning forbundet med notering på henholdsvis First North og Nasdaq hovedmarkedet. Noteringsomkostninger i Danmark er af Axcel Future anslået til, som procentdel af udbudt kapital, at udgøre 10 pct. for virksomheder i mikrosegmentet, 7 pct. for små virksomheder og 6 pct. for mellemstore virksomheder. Af analyse af Copenhagen Economics er noteringsomkostningerne for de helt små virksomheder anslået til at udgøre typisk 10-15 pct. af værdien af den initiale udstedte kapital.⁸⁸ Det bemærkes at omkostningerne klart er størst ved den initiale notering, og de senere aktieemissioner vil være langt billigere, særligt hvad angår omkostninger til rådgivere. De samlede relative noteringsomkostninger vil derfor ofte ligge på en lavere niveau. I dette kapitel er primær fokus på noteringsomkostninger ved nyanotering af en virksomhed.

Omkostningerne forbundet med processen for at blive noteret på en fondsbørs er i offentligheden omtalt som en af de væsentligste faktorer, der kan afskrækkende for en børsnotering. Der kan være stor forskel på omkostninger, og disse er i høj grad virksomhedsbestemte. Formålet med dette kapitel er at udlede om virksomhederne kan forvente en omkostningsminimering som følge af lempelserne af prospektkravene.

Der er en række engangsomkostninger forbundet med børsnoteringen. For det første består disse omkostninger til rådgivere. Selskabets finansielle/corporate finance rådgivere aflønnes typisk med et fast honorar samt et "succes fee", eksempelvis en procentuel andel af udbuddet i forbindelse med noteringen. Rådgivningsfirmaer tager mellem 5 og 15 procent af den udstedte kapital som betaling.⁸⁹ Dernæst har virksomhederne juridiske rådgivere tilknyttet processen ved børsnotering. Dette vil enten være selskabets inhouse advokat fra selskabets juridiske afdeling, eller en ekstern advokat. Dertil vil der typisk være omkostninger forbundet med bankens(ernes) verifikationsadvokat. Endeligt er der omkostninger forbundet med selskabets revisor. Selskabets revisor vil blive honoreret i forbindelse med afgivelse af erklæringer om historiske, finansielle oplysninger og forudsætningerne for fremtidige budgetmål i prospektet. Omkostningerne til rådgivere påvirkes ikke direkte af prospektforordningens nye

⁸⁸ *Analyse af markeds- og konkurrenceforhold på børsmarkeder* af Helge Sigurd Næss-Schmidt og Christian Heebøll, side 29

⁸⁹ Udtalt af Jesper Ilsøe, partner ved Kapital Partner, der rådgav Green Mobility i *Derfor skal – nogle – startups vælge en IPO* af Rasmus Hjordsvar Lindersgaaf

krav til prospekter. Omkostningerne vil øges i forhold til at virksomhederne skal sætte sig ind i de nye regler, og således overholde lovgivningen. Mindre omfangsrige prospekter vil dog formentlig betyde at rådgiverne kan anvende færre arbejdstimer på udarbejdelsen heraf. Man kan dog forvente, at særlig afsnittet og virksomhedens risici, fortsat vil blive afgivet meget opmærksom under prospektprocessen.

Dernæst er der omkostninger til kontoførende institutter, der håndterer ordre på aktier i udbuddet. På nuværende tidspunkt er niveauet for tegningsprovision på 0,25 pct.⁹⁰. Det er i praksis selskabets kontoførende institut, der fratrækker beløbet i det samlede tegningsbeløb, inden dette udbetales til selskabet i forbindelse med gennemførelsen af kapitalforhøjelsen, hvorefter beløbet fordeles til de banker, der har håndteret de respektive ordrer. Værdipapircentralen (VP) opkræver et gebyr via selskabets kontoførende institut for den tekniske håndtering af aktieudstedelsen.

Endvidere er der udgifter forbundet med prospektets godkendelse ved Finanstilsynet. Der opkræves en afgift i forbindelse med godkendelsen af prospektet. I henhold til lov om finansielle virksomheder § 361, stk. 1, nr. 12, betaler fysiske og juridiske personer, som anmoder om Finanstilsynets godkendelse af et prospekt i henhold til kap. 3 i lov om kapitalmarkeder, betaler i afgift 55.800 kr. i afgift pr. anmodning. Det bemærkes at de faste afgiftsbeløb i loven er et grundbeløb i 2016-niveau. Beløbet for afgiften reguleres årligt, svarende til udviklingen i Finanstilsynets bevilling på finansloven. Afgiften i 2018-niveau er derfor 64.447 kr. Det bemærkes, at afgiften går på anmodning, og således ikke godkendelsen af prospektet. Gebyret skal derved betales uanset om prospektet godkendes af Finanstilsynet eller ej. Såfremt at en SMV virksomhed er omfattet af prospektforordningens anvendelsesområde vil denne udgift ikke minimeres som følge af prospektforordningen. Dog vil forhøjelse af tærskelværdien for prospektpligtens indtræden betyde, at færre SMV'er vil være forpligtet til at udarbejde et prospekt, hvilket for disse virksomheder vil udgøre en omkostningsminimering.

Næste skridt i processen er optagelse på en handelsplads. Ved optagelse på hovedmarkedet på NASDAQ betales et fast beløb for optagelsen af aktierne til notering og handel. Beløbet udregnes i forhold til selskabets markedsværdi efter første dags handel på NASDAQ. Det vil sige, at et selskab i midcap-segmentet med markedsværdi lige under 1 mia. kr. skal betale 450.000 kr. for at blive optaget til handel på Nasdaq. Prospektforordningens betydning for denne om-

⁹⁰ *Børsnotering i Danmark* af DLA Piper, side 111

kostning, er ligesom ovenstående, afhængig af om den pågældende virksomhed falder inden for prospektforordningens anvendelsesområde.

Endeligt er der omkostninger af frivillig karakter, som udgifter til tegning af forsikring. Der gælder intet lovkrav om forsikring af ledelsen mod prospektansvar, og dette er således op til den enkelte virksomhed, at afgøre om der bør tegnes en forsikring. I dette tilfælde er der tale om en variabel omkostning, hvor forsikringspræmien vil afhænge af mange kriterier, for eksempel løbetid, størrelsen af forsikringssummen, vilkår, dækning mv. Det kan derfor være svært at sige en generel pris for disse omkostninger. Som følge af sagerne om prospektansvaret, vil der formodentlig være større fokus hos virksomhederne på behovet for at tegne forsikringer for prospektansvar i forbindelse med udbud af værdipapirer til offentligheden.

Fastsættelse af øvre grænse for udbudsværdien ændres til 8 mio. euro. Ændringen i tærskelværdien for, hvornår prospektpligten indtræder vurderes i henhold til konsekvensanalyse foretaget forud for prospektforordningens vedtagelse, at udgøre cirka 3 pct. og for omkring 100 prospekters vedkommen vil det ikke længere være obligatorisk at udarbejde et EU-prospekt.⁹¹ Dette er dog beregnet ud fra forslaget til prospektforordningen, hvorefter grænsen var foreslået til 10 mio. euro. Idet den vedtagne øvre grænse er 8 mio. euro vil færre prospektet blive fritaget for en obligatorisk udarbejdelse. Den anslåede økonomiske konsekvens vil tillige på EU-plan afhænge af, hvorvidt medlemslandene vælger at udnytte forordningens fulde anvendelsesramme og derved fastsætte den øvre til 8 mio. euro.

Det fremgår af forslaget til prospektforordningen, at 70 pct. af alle prospekter for værdipapirer, der er kapitalandele, godkendt hvert år vedrører "sekundære udstedelser".⁹² Lempelse af oplysningsregler for sekundære udstedelser, hvorefter der kan udstedes et forenklet prospekt vil i denne sammenhæng forventes at have en positiv økonomisk konsekvens. Det vil svare til, at omkring 700 af 935 prospekter på EU-plan af denne art kan drage fordel af denne lempelse. Den samlede årlige besparelse anslås til at udgøre omkring 130 mio. euro.

Det fremgår tillige af forslag til ændring af prospektforordningen, at 320 SMV'er potentielt vil drage fordel af det nye EU-vækst prospekt. De årlige besparelser anslås herefter til at beløbe sig til omkring 45 mio. euro.⁹³ Idet der på nuværende tidspunkt ikke eksisterende et SMV-

⁹¹ Forslag til prospektforordningen, Europa Kommissionen, Bruxelles, 20. september 2017

⁹² Forslag til prospektforordningen, Europa Kommissionen, Bruxelles, 20. september 2017

⁹³ Forslag til prospektforordningen, Europa Kommissionen, Bruxelles, 20. september 2017

vækstmarked i Danmark eller Norden, vil implementering af EU-vækstprospektet ikke være relevant for SMV'er, der ønsker notering i Danmark.

I forhold til de ændrede krav til de risikofaktorer, der skal inddrages i prospektet, vil udstederne sandsynligvis pådrage sig yderligere omkostninger, der tilpasser sig det nye, mere præskriptive regime for oplysning af risikofaktorer, fordi udstedere og deres juridiske rådgivere skal overveje, hvordan de bedst kan opfylde deres forpligtelser med særlig fokus på specificitet, væsentlighed og bekræftelse, kategorisering og sammenfatning. Denne ændring forventes derved at være en ulempe for SMV'er, der er omfattet af prospektpligten i henhold til prospektforordningen.

3.8 Økonomisk konklusion

Tager man udgangspunkt i tesen om det efficiente marked, vil en lempelse af prospektreglerne skade markedsefficiensen, hvilket vil lede til øgede kapitalomkostninger for udstederne samt til en forringet allokering af samfundets kapitalressourcer. Analyserne i 3.7.1 om investorens synsvinkel, viste omvendt, at mere information ikke nødvendigvis er en fordel for investorerne, hvilket argumenterer for, at lempelse af prospektreglerne ikke nødvendigvis vil skade markedsefficiensen. Prospektforenklingen vil således være en fordel for investorerne, da problemet med information overload minimeres. Såfremt at prospektet indhold bliver mere letlæseligt, og de relevante information om den specifikke virksomhed gøres mere gennemskuelige, vil investoren på baggrund heraf kunne træffe en mere velbegrundet investeringsbeslutning på grundlag af prospektet. Dette vil resultere i, at prisen på de udbudte aktier vil være mere retfærdige i forhold til selskabets reelle værdi. Når aktiekurserne er mere reelle vil det øge investorernes tillid til markedet, og formentlig øge investeringslysten. Dette vil medfører en øget handel på markedet, som i sidste ende, alt andet lige, vil øge markedets effektivitet. Prospektforordningen vurderes generelt at ville udgøre en fordel for SMV'er. Som følge af forhøjelse af tærskelværdien for, hvornår prospektpligten indtræder ved udbud til offentligheden, vil flere SMV'er, der ønsker optagelse til handel på en MHF, være undtaget fra at skulle udarbejde et prospekt. Såfremt en virksomhed ønsker optagelse på eksempelvis First North København, vil denne kunne nøjes med at udarbejde en enklere virksomhedsbeskrivelse, der sammenlignet med et prospekt er mindre omkostningstungt, at udarbejde. For de SMV, der er omfattet af prospektforordningens anvendelsesområde, vil det dog formentlig være en udfordring, at begrænse samt prioriterer de specifikke risikofaktorer. Udarbejdelse af dette

afsnit i prospektet tillægges i praksis i forvejen mange ressourcer i prospektprocessen, og disse vil formentlig stige som konsekvens af prospektforordningens nye krav.

Ud fra analyse af forventes statens løbende omkostninger ikke at ændres nævneværdigt. På baggrund af den samlede analyse forekommer det sandsynligt, at en lempet prospektforpligtelse vil udgøre en Kaldor-Hicks forbedring i forhold til gældende ret, idet det må forventes, at de potentielle fordele ved lempelsen vil være større end de potentielle omkostninger.

4. Tiltag for at forbedre kapitalmarkedet for SMV'er

Inden den endelige konklusion for afhandlingens problemstilling, er det relevant at belyse nogle af de faktorer og betragtninger vedrørende SMV'ers adgang til kapitalmarkedet, som ikke er blevet behandlet i de foregående kapitler.

4.1 Lovgivningsmæssige forslag

Foruden implementeringen af prospektforordningen, har EU-Kommissionen tillige fremlagt forslag til ændring af Markedsmisbrugsdirektivet i forhold til SMV'er. I henhold til markedsmisbrugsdirektivet, følger der ved en børsnotering krav om øget rapportering og finansielle forpligtelser, hvilket for mange SMV'er udgør en hindring for at få adgang til aktiemarkedet. For at forbedre aktiemarkedet for SMV'er er hensigten med forslaget således, at der indføres lempeligere krav til oplysningsforpligtelser og finansiell rapportering for SMV'er, eksempelvis i de første fem år. Forslaget indeholder derved en lempelse af kravene, så de i højere grad tilpasses til virksomhedernes størrelse, i overensstemmelse med proportionalitetsprincippet. Selvsagt skal lempelse af kravene foretages med hensyn til investorerne stadig får den nødvendige og rettidige information. Tiltagene vurderes, sammenholdt med de lempede prospektkrav, at forbedre lovrammerne, for at SMV'er kan få lettere adgang til at rejse finansiering på de offentlige markeder. For at tiltagene ved ændringerne i både markedsmisbrugsforordningen og prospektforordningen for alvor skal kunne gavn SMV'er, kræver det, at det nye SMV-vækstmarkedet fremmes, og flere MHF'er derved bliver oprettet som sådant. Derved vil de mindre virksomheders muligheder for at udarbejde en forenklet EU-vækst prospekt tillige øges.

4.2 Økonomiske forslag

For at gøre det mere attraktivt, at investerer i SMV'er i Danmark, foreslås en reduktion af beskatning af afkast ved investeringer i mindre virksomheder. Komplexiteten i det danske

skattesystem er en væsentlig barriere for at skabe en højere aktiekultur i Danmark. Det vurderes af eksperter, at særligt den høje danske aktieafkastbeskatning er en væsentlig årsag til at den Danmark overordnet set har en mindre udviklet aktiekultur end Sverige.⁹⁴ Danske investorer beskattes med 42 pct. (højeste niveau), mens den højeste beskatning i Sverige ligger på 30 pct. Alt andet lige, er kræver en højere aktieindkomstbeskatning et højere forventet afkast, end ved en mere lempelig beskatning. Der er naturligt en højere risiko forbundet med aktieudstedelser fra SMV'er, og den høje beskatning forstærker blot forholdet mellem afkast og risiko. Eksperter indenfor børsintroduktion og virksomhedsfinansiering vurderer at bedre skatteregler for aktieinvesteringer og lavere formellem krav til nymoterede selskaber, vil give den absolut største effekt i forhold til flere børsnoteringer.⁹⁵ Det foreslås derfor, at afkastbeskatningen gøres mere simpel, hvilket blandt andet indebærer en ensretning af reglerne for beskatning af personer henholdsvis gevinst og tab på børsnoterede aktier. Samtidig foreslås at den danske aktionærbeskatning sænkes til et attraktivt niveau, svarende til niveauet i de øvrige nordiske lande. En passende justering ville herefter være mellem 27 procent og 30 procent⁹⁶. Justeringen kan både indebærer en generelt mere favorable skat på aktiegevinster, men også en eventuelt en differentieret beskatning, med et lavere beskatningsniveau for gevinster på small- og midcap-aktier. Et sådan tiltag vil formodentligt øge incitamentet for at investerer i mindre virksomheder, og således vil mere risikovillig kapital finder vej til SMV'er. Da tiltaget vil kræve en grundlæggende reform af aktieindkomstbeskatningen, hvilket er en længere og mere kompliceret proces, vil et sådant tiltag skulle indføres over en række år, og således først forventes at styrke investorernes investeringslyst på efter en række år.

Et tiltag med virkning inden for en kortere tidshorisont, kunne eksempelvis være en forbedret analysedækning af SMV'er og vækstmarkedet for SMV'er. I en undersøgelse foretaget af Kromann Reumert, fortalte analytiker og banker, at virksomheder skal have en market cap på over 2 mia. DKK, før at den er interessant at følge i analysedækningen. Kun hver tiende vil følge virksomheder med en børsværdi på under 1 mia. DKK.⁹⁷ Der er næsten ingen analytikere, der følger de små virksomheder, men fokusere udelukkende på C25-virksomhederne, der toppe aktieindekset. Den manglende analysedækning gør det sværere for investorerne at

⁹⁴ *Børsnoteringer – sådan skaber vi vækst af* Kromann Reumert, side 7

⁹⁵ *Børsnoteringer – sådan skaber vi vækst af* Kromann Reumert, side 8

⁹⁶ *Flere børsnotering til gavn for Danmarks velstand og velfærd* af Axcelfuture, side 9

⁹⁷ *Børsnoteringer – sådan skaber vi vækst af* Kromann Reumert, side 6

gennemskue det forventede afkast og risiko ved en SMV-aktie.⁹⁸ Derfor er der behov for mere synlighed af SMV'er, der er optaget til handel på en markedsplads, idet der skal en vis kendskab til selskaber for at skabe likviditet i aktien. For at markedet for SMV'er kan være velfungerende, kræver det et vist niveau af transparens i markedet, herunder en kritisk analysedækning af aktierne, der handles i SMV-segmentet. Formålet er at give investorerne et grundlag at vurdere virksomhederne ud fra og mange investorer bygger deres porteføljer på analytikernes anbefalinger. Dette indebærer at der skabes en bedre analysedækning af SMV'er, samt at selskabernes selv gør en indsats for mere synlighed i markedet. Eksponering af virksomheden er helt afgørende for at få succes på børsmarkedet. Det vil være muligt at eksponere virksomhederne ved at facilitere infrastruktur til, at virksomhederne løbende kan møde investorer og pressen. Analysedækning af virksomhederne i SMV-segmentet kunne eksempelvis finansieres af centrale aktører på markedet, eksempelvis staten eller fondsbørsen, Nasdaq Copenhagen.

Som tidligere nævnt i afhandlingen, er rådgivere, der er specialiseret i notering af SMV'er, en mangelvare i Danmark. For at lette SMV'ers adgang til kapitalmarkeder, kræver det, at de mindre danske virksomheder i langt højere grad rådgives til at blive optaget til handel på en marked. I forbindelse med børsnoteringen af GreenMobility, oplevede selskabet ikke de store besværligheder med at skaffe investorer, men påpegede at der i Danmark er væsentlig mangel på rådgivere, der kan yde bistand ved børsnotering, sammenlignet med i Sverige.

Da processen ved en børsnotering anses for at være for dyrt og besværligt blandt virksomhederne, og der tillige ikke er garanti for succes, finder mange af virksomheder en M&A proces som værende mere fordelagtig, hvor der kan opnås en mere attraktiv pris. I den sammenhæng bliver en børsnotering derfor ofte virksomhedernes andet valg, når de har behov for at rejse kapital. Historisk set, har danske virksomheder tradition for at hente finansiering i banken, og har fået dækket to tredjedele af deres finansieringsbehov dækket ved banklån. Til sammenligning henter kun én tredjedel af virksomheder i USA deres finansiering i banken.⁹⁹ Den markante forskel på Danmark og USA, er at danske virksomheder ikke bliver rådgivet tilstrækkeligt til at gå på børsen.

⁹⁸ *Flere børsnotering til gavn for Danmarks velstand og velfærd* af Axcelfuture, side 12

⁹⁹ *Børsnoteringer – sådan skaber vi vækst* af Kromann Reumert, side 10

5. Konklusion

Størstedelen af danske virksomheder falder inden for kategorien små og mellemstore virksomheder, og disse har en stor betydning for væksten samt jobskabelsen i Danmark. I en virksomhed kan der opstå et behov, for at rejse yderligere kapital for at kunne investere i udvidende aktiviteter eller ud fra ønsket om udvide ejerkredsen i virksomheden. I denne situation er børsnotering af selskabet en mulighed for at rejse kapital via de offentlige markeder, og derved fremme virksomhedens vækst. Det danske kapitalmarkedet for SMV'er er dog præget af få noteringer og en svag investeringskultur i SMV-segmentet. Processen ved en børsnotering er forbundet med byrdefulde noteringsomkostninger for virksomhederne, herunder omkostninger forbundet med udarbejdelse af et prospekt. Såfremt et virksomhed omfattes af prospekt-direktivets anvendelsesområde, gælder en krav om udarbejdelse et prospekt før at virksomhedens kan optages til handel på markedet. Notering på et reguleret marked vil altid udløse en prospektpligt, og SMV'er, der ønsker optagelse på fondsbørsen er derved omfattet af prospektpligten. Såfremt en virksomhed optages til handel på en MHF, vil prospektpligtens indtræden afhænge af værdien af udbuddet. Ved udbud til offentligheden over 8 mio. euro indtræder pligten til at udarbejde et prospekt.

Den nye prospektforordningen er et væsentlig tiltag i dannelsen af kapitalmarkedsunionen, hvor et af de centrale mål er at lette adgangen til finansiering på kapitalmarkeder for SMV'er i EU. Prospektreglerne søger grundlæggende at balancere to hovedhensyn; Hensynet til at sikre investorbeskyttelsen, herunder et højt informationsniveau til de potentielle investorer, samt hensynet til at reglerne ikke udgør en unødvendig byrde for de udstedende selskaber. De nye krav til udarbejdelse af et prospekt vurderes grundlæggende at forbedre rammerne for fremskaffelse af den risikovillige kapital for SMV'er. Forøgelsen af tærskelværdien for prospektpligtens indtræden vil betyde, at færre SMV'er, der ønsker optagelse på en MHF vil blive omfattet af prospektforordningens anvendelsesområde. Derved kan disse virksomheder undlade at udarbejde et prospekt. Således vil en SMV, der ønsker optagelse på First North Copenhagen, og som ikke falder uden for forordningens anvendelsesområde, kunne nøjes med at udarbejde en virksomhedsbeskrivelse i henhold til First North's Rulebook. Dette vil medføre en minimering af virksomhedens noteringsomkostninger forbundet med processen, og således være en fordel for virksomheden. Prospektpligten indtræder dog fortsat ved notering på et reguleret

marked, eksempelvis Nasdaq Copenhagen, ligesom det gør sig gældende efter de nugældende prospektregler.

Prospektforordningen ændrer tillige de indholdsmæssige krav til prospektet. Ændringerne etablerer rammerne for en kortere og mere præcis udformning af prospektet, hvilket vurderes at være en fordel for de potentielle investorer. Det konkluderes ud fra den økonomiske analyse, at de nye regler fordre et mere optimalt informationsniveau i prospektet, og minimere risikoen for information overload heri. Den private investor, der antages at være begrænset rationel, kan derved lettere træffe en velbegrundet investeringsbeslutning på baggrund af prospektet. I processen op til en børsnotering opstår en vigtig informations asymmetri mellem udsteder og investor, hvor udsteder er i besiddelse af fuld information om selskabets reelle kvalitet og værdi, mens investor kun har informationen givet i prospektet tilgængelig. Derved opstår der et agent-problem. Det vurderes, at ændringen bidrager til, at denne asymmetrien mellem udsteder og investor reduceres. Regelændringen er derved som udgangspunkt til fordel for investorerne. Investorernes tillid til markedet vurderes at være en afgørende faktor for at øge investeringslysten i vækstvirksomhederne. En øget tillid til markedet vil alt andet lige føre til flere investeringer og øget antal af daglige handler, hvilket vil have en positiv virkning på den handlende akties likviditet og dermed likviditeten i markedet som helhed. Spørgsmålet er dog, om man i praksis vil se en ændring, således at prospekternes indhold udarbejdes mere relevant og gennemsigtigt for særligt den private investor. Det vil være op til de enkelte markedsaktører, herunder udstederne og myndighederne, at forvalte efter de nye krav, når prospektet udarbejdes, kontrolleres og godkendes. Om dette er foreneligt i praksis med interessen hos udstederen til at sikre tilstrækkeligt beskrivelse af virksomheden og de risikofaktorer, den er underlagt, er usikkert.

De nye krav til prospektets indhold synes omvendt ikke at være en fordel for udstederne. I praksis ses en tendens til at prospekterne udarbejdes mere omfangsrigt end hvad der er retligt nødvendigt, og det synes noget usikkert, at prospektforenklingen er ambitiøs nok, til at ændre denne praksis. Man vil formentlig se, at risikofaktorerne formuleres således, at de omfatter det samme som helhed, som efter de nugældende regler. Formentligt vil selskaberne bruge flere ressourcer på formulering samt prioritering af de væsentlige risici for virksomheden. Derved forventes ændringen at konstituere en meromkostning for de udstedende virksomheder, og derved være til ulempe for SMV'ers adgang til kapitalmarkedet. Er dette tilfældet, vil ændringen i reglerne ikke udgøre en reel ændring i praksis og i sidste ende ikke gavne

investorerne. Det kræver altså, at markedets aktører ændrer praksis for prospektets udformning, for at hensigten med prospektforordningens opnås.

EU-vækstprospektet vurderes at være et godt initiativ med mere proportionelle krav og dermed økonomiske byrder for SMV'er. Dog er at kravene til EU-vækstprospektet ikke er revolutionært anderledes end kravene til det almindelige prospekt, hvorfor reglerne med fordel kunne være mere vidtgående i forenklingen af kravene til denne type prospekter. På nuværende tidspunkt eksisterer der ikke et SMV-vækstmarked i Danmark, og SMV'er, der ønsker at rejse finansiering i Danmark kan således ikke udnytte muligheden for at udarbejde et EU-vækstprospekt.

Dernæst konkludere afhandlingen, at reguleringen af prospektreglerne formentlig blive mere omfangsrig og vanskelig, når reguleringen overføres til EU-forordningsbaseret regulering fra EU direktiv baseret implementeret i dansk ret. Dette er en ulempe for SMV'er, idet de mindre virksomhederne sjældent har en juridisk afdeling i selskaber til at sikre, at lovgivningen overholdes. Således er disse virksomheder afhængige af eksterne advokater, som bekendt er forbundet med høje honorarer.

Sammenfattende må det erkendes, at de nye prospektregler ikke generelt udgør en væsentlig regelforenkling, og generelt set ikke vil gøre adgangen til kapital på kapitalmarkederne lettere. For at dette mål kan opnås, vil det formentlig kræve en mere omfattende og vidtrækkende revidering af prospektregimet, der kræver en nytænkning af, hvordan man kan mindske de meget omkostningstunge processer, der relatere sig til udarbejdelsen af prospekter for SMV'erne.

6. Litteraturliste

6.1 Bøger

- Dutta, Prajit K.: *Strategies and Games: Theory and Practice*, MIT Press, 1999
- Hansen, Søren Friis og Jens Valdemar Krenchel: *Dansk selskabsret 1 – Indledning til selskabsretten*, Karnov Group 2017, 5. udgave
- Pedersen, Thomas Christian og Christian Morsø Windberg: *Prospektansvaret i dansk ret – juridisk analyse af ansvarsgrundlaget for fejlbehæftede børsprospekter*, Werlauff Publishing A/S, April 2016
- Schmidt, Mikael Phillip: *Prospektretten*, Karnov Group, 1. udgave
- Schaumburg-Müller, Peer og Erik Werlauff: *Børs- og kapitalmarkedsret*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2012, 5. udgave
- Tvarnø, Christina D. og Sarah Maria Denta m.fl.: *Få styr på metoden! Introduktion til juridisk metode og tværfaglig samfundsvidenskabelig projektmetode*, Ex Tuto, 2. udgave
- Riis, Thomas og Jan Traskowski (red.): *Skriftlig Jura – den juridiske fremstilling Ex Tuto*, Publishing A/S, 1. udgave
- Werlauff, Erik og David Moalem & Peer Schaumburg-Müller: *Kapitalmarkedsloven med kommentarer*, Gjelstrup / Gads Forlag A/S 2018, 1. udgave

6.2 Publikationer

- Axelfutures: *Flere børsnotering til gavn for Danmarks velstand og velfærd*, April 2016
- Axelfuture: *Her er planen, der får flere virksomheder på fondsbørsen*, 29. april 2016
- Børsmæglerforeningen: *Vækst, aktiekultur og børsnoteringer Analyse og forslag til løsninger*, 17. marts 2016.
- DLA Piper: *Børsnotering i Danmark*, 5. december 2017
- European Commission: *Public consultation – feedback statement. Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, Directorate-general for financial stability, financial services and capital market union, 2017
- Finanstilsynet: *Praktisk information om godkendelsesprocessen for prospekter*, 14. maj 2014
- Finanstilsynet: *Den nye prospektforordning*

- Finans Danmark: *Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed, hvidvaskloven, lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. og forskellige andre love, Høringssvar, 8. december 2017*
- Finansiell Stabilitet, Finansielle Tjenesteydelser og Kapitalmarkedsunionen: *Offentlig høring om etablering af en passende lovgivningsmæssig ramme for børsnotering af SMV'er (Feedback statement of the public consultation on building a proportionate regulatory environment to support SME listing), 18. december 2017 – 26. februar 2018*
- Frigast, Christian: *Hvordan bliver flere vækstvirksomheder børsnoteret i Danmark?, Axcelfuture, April 2016*
- Kromann Reumert: *Børsnoteringer – Sådan skaber vi vækst, 14. Marts 2014*
- Mikael Phillip Schmidt, Caroline Boysen og Jakob Gregers Andersen og Gorrisen Federspiel: *Den nye prospektforordning – en gennemgribende revision af reglerne for prospekter, Revision & Regnskabsvæsen nr. 11, 2017*
- Moalem Weitemeyer Bendtsen: *Fokus – Prospektansvar og arbejdet med prospekter, 30. april 2013*
- Nasdaq OMX: *Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, Analyse & katalog over løsningsforslag, Juni 2014*
- Næss-Schmidt, Helge Sigurd og Christian Heebøll: *Analyse af marked- og konkurrenceforhold på børsmarkeder, Copenhagen Economics, 2017*
- Næss-Schmidt, Helge Sigurd og Palle Sørensen, Sabine Wilke: *Analyse af markederne for egenkapital, Copenhagen Economics, 21. august 2017*
- Næss-Schmidt, Helge Sigurd og Christian Heebøll og Dan Thor Larsen: *Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnotering og øvrig risikovillig kapital, Axcelfuture & IPO Advisory Group, 28. April 2016*

6.3 Artikler

- Akerlof, Georg A.: *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, The Quarterly Journal of Economics vol. 84, nr. 3, 1970, s. 1970, s. 488-500.*
- Camphausen, Michael: *Ny justering af prospektgrænsen – både op og ned på samme tid?, 23. maj 2018*
- Christiansen, Simon Lund: *Investorer brænder sig på Københavns minibørs, Inside Business, 30. august 2018*

- Dragheim, Jeanne: *Finansrådet bakker op om kapitalmarkedsunionen, Europabevægelsen*
- Fama, Eugene: *Efficient Capital Markets: II*
- Gorissen Federspiel; *ESMAs første Q&A om den nye Prospektforordning, 11. april 2019*
- Hansen, Astrid Krysfeldt: *Vækstfonden: First North ikke grundige nok, Dagbladet Børsen, 5. september 2018*
- Kromann Reumert: *Den nye prospektforordning: Får vi så færre og enklere prospektkrav?, 21. december 2017*
- Lindersgaaf, Rasmus Hjordsvar: *Derfor skal – nogle – startups vælge en IPO, 26. april 2018*
- Lunde, Niels: *Tre perler i Netcompanys prospekt, 12. juni 2018*
- Sehested, Christian: *Professor: Fondsbørsen sætter hurtige penge over investorerne, 2. september 2018*
- Stenderup, Søren: *Nye prospektregler i EU – og det lover godt for det danske kapitalmarked, Dansk Crowdfunding Forening, 13. december 2016*
- Søgaard-Lidell, Linea: *Kommentar: EU-regulering skal være så enkel som mulig, 23. januar 2019*
- Quarterly Journal of Austrian Economics: *Kaldor-Hicks Efficiency and the problem of central planning, Vol. 4, No. 2 pp. 41-50*

6.4 Retskilder

- Prospektdirektivet nr. 2003/71/EF af 4. november 2003
- Prospektforordningen nr. 2017/1129 af 14. juni 2017
- Bekendtgørelse om prospekter, BEK nr. 1170 af 25. september 2018
- EU Kommissionens delegerede regulering af (EU) 2017/1129, 14. marts 2019
- Lov om kapitalmarkeder, lov nr. 650 af 8. juni 2017
- Europa Kommissionen: *Commission delegated regulation supplementing Regulation (EU) 2017/1129, 14. marts 2019*
- ESMA: *Consultation Paper – Guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation, 13. juli 2018*
- Nasdaq Copenhagen: *Regler for udstedere af aktier, 3. januar 2018*
- Nasdaq First North: *Nasdaq First North Nordic – Rulebook, 1. januar 2019*

- Forslag til prospektforordningen, Europa Kommissionen, Bruxelles, 20. september 2017

6.6 Supplerende litteratur

- EU IPO Report, issued by the European IPO Task Force, 23 March 2015
- GreenMobility A/S's prospekt: <https://www.greenm.dk/media/1085/prospekt.pdf>
- Grund- og nærhedsnotat til Folketingets Europaudvalg af Erhvervs- og Vækstministeriet, 13. januar 2016
- <https://www.consilium.europa.eu/da/policies/capital-markets-union/prospectus/>
- <https://business.nasdaq.com/list/listing-options/European-Markets/nordic-main-market/industries-segment-indexes/index.html>