

NASDAQ COPENHAGEN VEDTAGER KONTROVERSIEL REGEL FOR SLETNING FRA HANDEL (AFNOTERING)

Indledning

Den 7. januar 2020 offentliggjorde Nasdaq Copenhagen sin beslutning om at ændre udstederreglerne, således at sletning fra handel ("afnotering") fra 15. februar 2020 som udgangspunkt vil kræve tilslutning fra 9/10 af de afgivne stemmer og den repræsenterede kapital på en generalforsamling. Forud for denne ændring havde et børsnoteret selskab som udgangspunkt krav på afnotering, medmindre der konkret var sandsynlighed for, at dette ville være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion¹.

De ændrede regler svarer nøje til Nasdaq Copenhagens tidligere arbejdsudkast, som vi har vurderet og analyseret i *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*².

I det følgende vil vi kort redegøre for indholdet af de ændrede regler, hvorvidt disse er i overensstemmelse med gældende ret og deres betydning for fremtidige overtagelsestilbud.

Baggrund

Da Kapitalmarkedsloven den 3. januar 2018 afløste Værdipapirhandelsloven, blev de hidtil gældende regler om selskabers adgang til afnotering, hvorefter selskaber havde ret til afnotering, medmindre der var sandsynlighed for, at dette ville være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion, ikke medtaget.

I den ledende afgørelse fra 15. august 2016 havde Erhvervsankenævnet fastslået, at en udsteder efter en afnotering ikke ville være underlagt samme oplysningsforpligtelser som et børsnoteret selskab, og at der ikke længere ville være adgang til at handle deres aktier på et reguleret marked, var konsekvenser af enhver afnotering og dermed ikke kunne udgøre nogen "væsentlig skade"³.

Det fremgår af forarbejderne til Kapitalmarkedsloven, at baggrunden for ophævelsen af reglerne om afnotering var, at der var tale om en over-implemtering af EU-lovgivning, samt at disse regler ikke var nødvendige af hensyn til bl.a. at sikre en tilstrækkelig investorbeskyttelse⁴.

¹ De nye regler er tilgængelige på <https://www.nasdaq.com/solutions/rules-regulations-copenhagen> under "Kommende version i mark-up: Nasdaq Copenhagen regler for udstedere af aktier (med virkning fra den 15. februar 2020)"

² Dan Moalem, Henning Hedegaard Thomsen og Marcus Alexander Svendsen, "Afnotering og minoritetsbeskyttelse", *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, 4. udg., 2019, s. 41ff

³ Kendelsen er tilgængelig på <https://ean.naevneneshus.dk/afgoerelse/3dbd2a45-cd73-4f57-ba3c-e9dd89ce2d33>.

⁴ <https://www.ft.dk/samling/20161/lovforslag/L155/spm/13/index>

Nasdaq Copenhagen oplyste, at hidtidig praksis ville blive videreført indtil videre, men at behovet for nye regler ville blive vurderet. Det er sådanne nye regler, der nu er vedtaget.

De nye afnoteringsregler

I henhold til de nye afnoteringsregler vil en beslutning om afnotering fremover skulle træffes på en generalforsamling, hvor forslaget skal have tilslutning fra mindst 9/10 af de afgivne stemmer og samme del af den repræsenterede aktiekapital.

Dette vedtagelseskrav gælder dog ikke i følgende tilfælde: (1) Såfremt én aktionær besidder mere end 9/10 af samtlige aktier og stemmer og dermed vil kunne træffe beslutning om tvangsindløsning, eller (2) aktierne noteres på et andet reguleret marked eller et tilsvarende marked, eller (3) udsteder opløses, (4) udsteder ophører ved fusion eller spaltning, eller (5) udsteder ophører ved konkurs.

Kravet om tilslutning fra 9/10 af de afgivne stemmer og den tilsvarende del af aktiekapitalen svarer til den ordning, der kendes fra særligt indgribende vedtægtsændringer i henhold til Selskabsloven. Selskabslovens bestemmelser er dog kendetegnet ved at vedrøre indgreb i aktionærernes ejendomsret (eller særligt bebyrdende sprogkrav). Ved en afnotering er der imidlertid væsentligt at holde sig for øje, at der ikke sker noget indgreb i aktionærernes ejendomsret.

Forholdet til lovgivningen

Ophævelsen af lovgivningens regler om frivillig afnotering var motiveret i et ønske om at undgå overimplementering af EU-lovgivning, ligesom lovgiver ikke har fundet sådanne regler påkrævet af hensyn til bl.a. investorbeskyttelse. De nye regler synes således ikke at afspejle lovgivers intentioner.

Herudover er de nye regler også problematiske i henhold til lovgivningen i øvrigt. Dette skyldes ikke mindst, at de nye regler uden særlig lovhjemmel etableres på et aftalebaseret grundlag mellem den private aktør Nasdaq Copenhagen og den enkelte udsteder. De nye regler kan betragtes som en foranstaltning med tilsvarende virkning som en omsættelighedsbegrænsning, hvilket ikke harmonerer med kravet i Kapitalmarkedslovens § 75, stk. 2, om at børsnoterede aktier skal være frit omsættelige. Selskabsretligt er det problematisk, at der ved afnotering kræves 9/10-majoritet, mens børsnotering i princippet kan besluttes af bestyrelsen. Konkurrenceretligt medfører Nasdaq Copenhagens særlige stilling begrænsninger i, hvilke vilkår der aftalebaseret kan pålægges en kontraktspart, og særligt vilkår som dette, der i realiteten medfører uopsigelighed. Det må i øvrigt også rent aftaletaleretligt anses for tvivlsomt, om et vedvarende kontraktforhold, som en aftale med Nasdaq Copenhagen jo i realiteten er, kan gøres til genstand for uopsigelighed gennem et vilkår om særlig høj tilslutning, og uden at indførelse af vilkåret har været forelagt aktionærerne.

Vores vurdering

Med den hidtil gældende praksis og Erhvervsankenævnets afgørelse var der skabt en klar og forudsigelig retsstilling, der både tilgodeså udstedere, investorer og tilbudsgivere. Udstedere havde adgang til afnotering, aktionærerne havde de bedste muligheder for at acceptere overtagelsestilbud eller fortsætte som aktionærer, mens tilbudsgivere kunne agere under hensyn til, hvad flertallet af aktionærerne ønskede og ikke være unødigt begrænsede af eksempelvis hedge funds, der kunne spekulere i at opnå et blokerende mindretal.

De nye regler må forventes at begrænse antallet af overtagelsestilbud til skade for markedet og investorer. Det må ligeledes forventes, at de nye regler skaber et gunstigt marked for såkaldte hedge funds, som ved at tage positioner efter offentliggørelse af et købstilbud vil gøre det dyrere og sværere at opnå den nødvendige majoritet. Hensynet til minoritetsaktionærer ses heller ikke at blive varetaget, idet der åbnes for arbitrage, således at transaktioner, der hidtil har været underlagt den kapitalmarkedsretlige regulering og beskyttelseskauteleer fremover kan overvejes gennemført ved aktivsalg, fusioner, spaltninger mv., som alene kræver dobbelt 2/3-majoritet af de fremmødte aktionærer på en generalforsamling.

Ovenstående er ikke juridisk rådgivning, og Moalem Weitemeyer Bendtsen indestår ikke for, at indholdet af ovenstående er korrekt. Moalem Weitemeyer Bendtsen har med ovenstående ikke påtaget sig ansvar af nogen art som konsekvens af en læsers benyttelse af ovenstående som grundlag for beslutninger eller overvejelser.

Kontakt



[Dan Moalem](#), Partner

Tel. +45 33 77 90 10

Mob. +45 30 37 96 10

E-mail dmo@mwblaw.dk



[Henning Hedegaard Thomsen](#), Advokat

Tel. +45 33 77 90 18

Mob. +45 30 37 96 18

E-mail hht@mwblaw.dk