

# Capital Markets & Asset Management update: Ny kapitalmarkedslov – hvilke ændringer medfører den?

Den nye kapitalmarkedslov, der trådte i kraft den 3. januar 2018, erstatter værdipapirhandelsloven og gennemfører MiFID II[1] samt de lovændringer, der er nødvendige for anvendelsen af MiFIR[2]. Den nye lov anses som en af de væsentligste ændringer inden for kapitalmarkedsretten i nyere tid.

## Kapitalmarkedslovens formål

Behovet for at styrke reguleringen af markederne for finansielle instrumenter er et af hovedmotiverne bag den nye lov om kapitalmarkeder. Hensigten med opstramningen er at sikre effektive og velfungerende kapitalmarkeder, hvilket både skal være til fordel for kapitalfremskaffelsen og øge beskyttelsen af investorerne, således at tilliden til kapitalmarkedet bevares. Den nye lov skal dermed sikre gennemsigtighed for investorer og en velfungerende konkurrence mellem udbydere på kapitalmarkederne.

## De væsentligste ændringer

På flere områder viderefører kapitalmarkedsloven bestemmelserne i værdipapirhandelsloven, hvortil der som de væsentligste ændringer kan fremhæves:

- Terminologisk ændring fra "værdipapirer" til "finansielle instrumenter"
- Fjernelse af reglerne om små prospekter
- Nye regler om udsteders oplysningsforpligtelser
- Nye frister for storaktionærflagning samt færre flagninger ved egne aktier
- Ændringer i reglerne om overtagelsestilbud
- Indførelse af en ny markedspladstype (organiseret handelsfacilitet, "**OHF**"). Yderligere indføres regler om **SMV-vækstmarkeder**, som er en markedsplads, der er særligt tilpasset små og mellemstore virksomheder
- Nye regler for adgang til sletning af finansielle instrumenter

### Fra "værdipapirer" til "finansielle instrumenter"

Kapitalmarkedsloven anvender begrebet "finansielle instrumenter" i stedet for "værdipapirer", der anvendtes i værdipapirhandelsloven. Ændringen medfører, at betegnelsen for finansielle instrumenter meget hensigtsmæssigt ensrettes med definitionen i lov om finansiell virksomhed. Som led i ændringen omfattes omsættelige pantebreve ikke af kapitalmarkedsloven i modsætning til værdipapirhandelsloven, idet de førnævnte pantebreve fremover reguleres af andre love[3]. Samtidig medfører ændringen, at flere instrumenter og aktører omfattes af reglerne i kapitalmarkedsloven.

### Reglerne om små og store prospekter

I værdipapirhandelsloven fandtes regler om de såkaldte små prospekter, som indebar, at der skulle udarbejdes prospekter ved offentlige udbud af værdipapirer mellem 1-5 mio. euro. Disse regler er ikke videreført i kapitalmarkedsloven. Ændringen skal gøre det lettere for selskaber at hente kapital på kapitalmarkeder ved udbud på under 5 mio. euro.

Derimod er reglerne om store prospekter videreført i kapitalmarkedsloven, således at der også fremover skal udarbejdes og godkendes et prospekt, når der sker optagelse til handel på et reguleret marked og ved offentlige udbud af omsættelige værdipapirer på over 5 mio. euro. Der foretages i den forbindelse visse mindre sproglige ændringer og indføres yderligere paragraffer om de store prospekter for at gøre disse regler mere overskuelige.

Reglerne om udarbejdelse af prospekter bliver påvirket af Prospektforordningen, der trådte i kraft den 21. juli 2017, hvori flere af de relevante bestemmelser først finder anvendelse fra den 21. juli 2019. Forordningen bestemmer, at der skal udarbejdes og offentliggøres et prospekt ved offentligt udbud af værdipapirer på over 1 mio. euro – den samme beløbsgrænse, der gjaldt for små prospekter i henhold til værdipapirhandelsloven, jf. ovenfor. Forordningen giver medlemsstaterne mulighed for at forhøje beløbsgrænsen til 8 mio. euro, og det første udkast til lovforslaget, hvori der tages stilling til denne mulighed, er blevet sendt i høring. Lovforslaget forventes fremsat i løbet af februar eller i begyndelsen af marts. Reglerne om beløbsgrænserne på henholdsvis 1 mio. euro og 8 mio. euro finder anvendelse fra den 21. juli 2018.

### Oplysningsforpligtelser

Kapitalmarkedsloven viderefører værdipapirhandelslovens oplysningsforpligtelser for udstedere af omsættelige værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked med visse ændringer. Bestemmelserne regulerer bl.a., hvornår og hvordan udstedere af omsættelige værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked i et EU/EØS-land, skal offentliggøre oplysninger. Yderligere findes regler for, hvornår Danmark skal anses som hjemland for disse udstedere. Desuden indeholder kapitalmarkedsloven bestemmelser om, at udstedere med hjemland i Danmark har pligt til at fremsende oplysninger til Finanstilsynet på samme tid som offentliggørelsen af oplysningerne. På den måde kan Finanstilsynet sikre, at udstederne overholder oplysningspligten, og samtidig bliver oplysningerne tilgængelige i en database, hvor offentligheden kan indhente information om udstederne.

### **Ændring i reglerne om meddelelse ved storaktionærflagnings og egne aktier**

Kapitalmarkedsloven viderefører bestemmelserne i værdipapirhandelsloven om grænserne for, hvornår en storaktionær skal flage. En fysisk eller juridisk person, der ejer aktier i et børsnoteret selskab, skal stadig give meddelelse til selskabet og Finanstilsynet, når aktionærens besiddelse af aktier udgør, overstiger eller falder under grænserne 5, 10, 15, 20, 25, 50 eller 90 % og grænserne 1/3 eller 2/3 af stemmerettighederne eller aktiekapitalen. Det gælder også for indehavere af finansielle instrumenter med aktier som de underliggende aktiver i et børsnoteret selskab.

Som noget nyt indebærer kapitalmarkedsloven, at når flagningspligten indtræder, skal henholdsvis storaktionæren eller udstederen meddele dette over for selskabet og Finanstilsynet "straks", dog senest efter fire hverdage. Dette er en ændring i forhold til værdipapirhandelsloven, hvoraf det fremgik, at meddelelse skulle gives "hurtigst muligt". At der skal gives meddelelse "straks", indebærer ifølge bemærkningerne til lovforslaget, at meddelelsen skal gives uden unødigt ophold, dvs. med det samme. "Straks" skal således forstås som hurtigere end "hurtigst muligt", hvorfor meddelelseskravet er strammet. Det er derfor ikke tilstrækkeligt, at meddelelsen først gives, når den flagningspligtige har bedre tid. Når en udsteder af aktier har modtaget en meddelelse om flagnings af stemmerettigheder og aktiekapital, skal meddelelsen offentliggøres senest tre hverdage efter modtagelsen.

Endnu en ændring i kapitalmarkedsloven vedrører en udsteders besiddelse af egne aktier. Hvis en udsteder af aktier besidder egne aktier, og besiddelsen udgør, overstiger eller falder under grænserne 5 eller 10 % af stemmerettighederne eller aktiekapitalen, skal udstederen ifølge kapitalmarkedsloven straks, dog senest efter fire hverdage, offentliggøre en meddelelse om dette. I værdipapirhandelsloven skulle udstederen udover førnævnte pligt også offentliggøre en meddelelse, når udstederens andel af egne aktier nåede, oversteg eller faldt under grænserne 15, 20, 25, 50 eller 90 % og grænserne 1/3 eller 2/3 af stemmerettighederne. Denne pligt er ikke videreført i kapitalmarkedsloven.

### **Overtagelsestilbud**

Generelt viderefører kapitalmarkedsloven reglerne om overtagelsestilbud. En ændring medfører dog, at reglerne om overtagelsestilbud ikke længere finder anvendelse på alternative markedspladser, da disse ikke videreføres i kapitalmarkedsloven. Dermed skal personer, der har eller ønsker at opnå kontrol over et selskab, som har aktier optaget til handel på et reguleret marked, også fremover overholde reglerne om tilbudspligt. Tilbudspligten indebærer, at erhververen af aktierne skal give alle aktionærene i målselskabet mulighed for at afhænde deres aktier på identiske vilkår.

Kapitalmarkedsloven præciserer i øvrigt med flere bestemmelser reglerne om overtagelsestilbud i forhold til værdipapirhandelsloven med henblik på at gøre reglerne mere overskuelige. Reglerne om, at der skal udarbejdes en tilbudsannonce, og reglen om, hvor hurtigt et tilbud skal afvikles, er ikke videreført i kapitalmarkedsloven.

### **Markedspladser**

Kapitalmarkedsloven viderefører ikke de alternative markedspladser, da Erhvervsministeriet ikke fandt behov for denne særlige danske markedstype. Kapitalmarkedsloven fastsætter, at alle multilaterale systemer skal drives som enten et reguleret marked, en multilateral handelsfacilitet (**MHF**) eller en organiseret handelsfacilitet (**OHF**), der er en ny type markedsplads introduceret i MiFID II. På en OHF kan der kun handles med obligationer, strukturerede finansielle produkter, emissionskvoter og derivater.

Kapitalmarkedsloven indfører yderligere regler om **SMV-vækstmarkeder**, der er et vækstmarked for små og mellemstore virksomheder. Et SMV-vækstmarked er en MHF, der er registreret som et SMV-vækstmarked, og der er dermed tale om en ny underkategori til MHF'en. Formålet med SMV-vækstmarkeder er at lette små og mellemstore virksomheders mulighed for at rejse kapital via kapitalmarkederne – i stil med de alternative markedspladser. For at en MHF kan registreres som et SMV-vækstmarked, skal der foruden kravene til MHF'er yderligere opfyldes øgede krav til udstederens optagelsesdokument, regnskabsaflæggelse samt yderligere krav til overvågning af markedsmissbrug.

### **Nye regler for adgang til sletning af finansielle instrumenter**

Kapitalmarkedsloven viderefører ikke visse af bestemmelserne i værdipapirhandelsloven om adgang til sletning af finansielle instrumenter fra handel på Børsen. Derfor er det fremover reglerne for den enkelte markedsplads, som skal regulere dette. Nasdaq Copenhagen A/S har meddelt, at de er i gang med at vurdere, hvorledes sådanne regler skal udformes. Imens denne proces er undervejs, har Børsen besluttet at videreføre de hidtil gældende regler i værdipapirhandelsloven.

## Fodnoter

[1] Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU

[2] Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (EU) nr. 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012

[3] KML § 4, stk. 1, sammenlignet med VPHL § 2, stk. 1