

Nyt prospekt direktiv på vej - skærpede krav og ny reguleringsmodel

af

professor Nis Jul Clausen

1. Indledning

Spørgsmålet om børsprospekters indhold og prospektansvar har gennem de senere år været nært forbundet med Hafnia-sagen, hvor to private investorer anlagde erstatningssag mod konkursboet efter Hafnia, to ledelsesmedlemmer og revisorerne i Hafnia, samt Danske Bank, der som finansiel formidler medvirkede i forbindelse med udarbejdelsen af Hafnias børsprospekt i 1992. Kort efter børsmissionens gennemførelse blev Hafnia erklæret konkurs. Ved Sø- og handelsrettens dom af 2. september 1999 blev konkursboet, Hafnias revisorer og Danske Bank pålagt erstatningsansvar, idet retten blandt andet fandt, at børsprospektet på en række punkter ikke gav et retvisende billede af den økonomiske situation i Hafnia på emissionstidspunktet.¹ Ved Højesterets dom af 28. juni 2002 gengivet i UfR 2002.***HD blev de sagsøgte frifundet. Højesteret fandt, »at den kritik, som på enkelte punkter kan rettes mod prospektet...ikke kan bevirke, at prospektet efter en samlet vurdering lider af sådanne mangler, at der er grundlag for at pålægge erstatningsansvar.«²

Sideløbende hermed, omend uden samme bevågenhed som Hafnia-sagen, er der gennemført en række ændringer i værdipapirhandelslovens regler om børsprospekter.³ Kravet om god prospektskik er udgået af værdipapirhandelslovens § 23, stk. 2, og erstattet af en vel nærmest selvfølgelig bestemmelse om, at prospekter skal udarbejdes i overensstemmelse med de regler, som Fondsrådet fastsætter om prospekters indhold. At man på lovniveau har fjernet kravet om god prospektskik, kan dog næppe udelukke Københavns Fondsbørs fra i dens regler at opstille og anvende en sådan dynamisk god-skik regel. Desuden er det i § 23, stk. 3 blev fastsat, at Fondsrådet og ikke som tidligere en fondsbørs træffer beslutning om prospekters godkendelse. Fondsrådet har dog efter lovbemærkningerne mulighed for at delegerer godkendelseskompetencen til eksempelvis Københavns Fondsbørs, og en sådan

¹ Om Sø- og Handelsrettens dom, se nærmere Lars Bo Langsted, Revision og Regnskabsvæsen 1999 nr. 10 s. 19, Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen, Børsretten (2000) s. 158 ff og Erik Werlauff, Børs- og kapitalmarkedsret (2000) s. 192 ff.

² Om Højesterets dom, se Henrik Bernburg, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2002:3 s. ** og Erik Werlauff, UfR 2002 B ***.

³ Jf. lov nr. 427 af 6. juni 2002 om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om Erhvervsankenævnet.

delegation må i hvert fald for børsprospekter forventes.

Herudover har Københavns Fondsbørs skærpet kravene til prospekters udformning og indhold i forbindelse med vedtagelse af Regler for notering på Københavns Fondsbørs A/S (Noteringsregler), som trådte i kraft pr. 1. januar 2002. Med de nye Noteringsregler har Fondsbørsen for første gang udarbejdet et samlet regelsæt for prospekters indhold og udformning. Indholdsmæssigt er der ikke alene tale om en kodificering hidtidig praksis, men tillige fastlæggelse af nye krav, som tilsigter at leve op til den internationale standard, som denne kommer til udtryk på London Stock Exchange og på de andre fondsbørser i Norex-samarbejdet. Med de nye krav til prospekters indhold har Fondsbørsen blandt andet fokuseret på de børsnoterede selskabers interne styresystemer, interne regler og ledelsens kompetence. Desuden er oplysningskravene blevet præciseret/skærpet blandt andet med hensyn til selskabernes strategi og markedsforhold samt transaktioner af særlig betydning, herunder transaktioner mellem selskabet, de eksisterende aktionærer, finansielle formidlere og andre nærtstående parter.⁴

Endelig har EU Kommissionen fremlagt nye forslag til et direktiv om prospekter i forbindelse med udbud af værdipapirer til offentligheden og optagelse til handel på et reguleret marked. Direktivforslagene er de første direktiver inden for børs- og værdipapirhandelsområdet, som anvender den nye reguleringsmetode - komitologi - som er vedtaget for det finansielle område.

Nærværende artikel vil under 2 kort redegøre for denne reguleringsmetode, og under 3 vil der blive redegjort nærmere for nogle af de nyskabelser, som direktivforslaget vil indebære, og de mulige konsekvenser en vedtagelse vil få for dansk rets vedkommende.

2. Komitologi - en ny reguleringsmetode for det finansielle område

Gennem de seneste 3 årtier har EF og nu EU anvendt en række forskellige metoder for reguleringen af børs- og værdipapirmarkedet - alle ud fra et ønske om at etablere og styrke ét fælles europæisk finansielt marked og øge investorbekyttelsen i Europa.

Det første initiativ på dette område var EF-Kommissionens henstilling fra 1977 om europæiske etiske regler vedrørende handel med værdipapirer.⁵ Herefter fulgte en række direktiver, som gennem en meget detaljeret regulering søgte at opnå harmonisering (ensartede) regler i alle medlemslande. Hertil hører betingelsesdirek-

⁴ Der er blandt andet, jf. Noteringsreglernes Del II, afsnit 2, § 27, stk. 2, blevet indført et krav om, at det af prospektet skal fremgå, hvis provenuet helt eller delvist vil blive anvendt til nedbringelse af lån ydet af eventuelle formidlere eller konsortiebanker, og afviklingsvilkårene for sådanne lånearrangementer skal beskrives - en problemstilling som også var fremme i Hafnia-sagen. Nærmere om de nye Noteringsregler, se *Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff*, UfR 2002 B 83 ff samt *Dan Moalem og David Moalem*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2002:2 s. 147 ff.

⁵ Jf. EFT 1977 L 212/37.

tivet (1979) og børsprospektdirektivet (1980),⁶ som udover bestemmelser i direktiverne fastlagde detaljerede krav til de forskellige typer af udstedere i skemaer.

I 1980'erne blev der vedtaget en række minimumsdirektiver, som direkte eller indirekte lagde op til, at medlemsstaterne kunne fastsætte strengere regler, se således halvårsrapportdirektivet (1982), storaktionærdirektivet (1988) samt insiderdirektivet (1989).⁷ Med en sådan minimumregulering blev der - uden at det på daværende tidspunkt spillede en afgørende rolle - åbnet mulighed for en reguleringsmæssig konkurrence mellem medlemsstaterne og de enkelte finansielle markeder inden for EU.

For yderligere at forbedre mulighederne for at rejse kapital på flere markeder inden for Unionen blev der i 1990 gennemført regler om gensidig anerkendelse af prospekter.⁸ Med visse tidsmæssige begrænsninger blev det muligt at anvende et børsprospekt godkendt i ét medlemsland i forbindelse med notering på en fondsbørs beliggende i et andet medlemsland, derved at det allerede godkendte prospekt uden yderligere godkendelse kunne anvendes i forbindelse med den sekundære notering. Dog kunne der stilles krav om oversættelse og tilføjelse af oplysninger, som var særlige for det sekundære marked, herunder om den skattemæssige forbehold.

Med investeringsservicedirektivet og kapitalkravsdirektivet i 1993⁹ lagde man afgørende vægt på at sikre de finansielle virksomheder fri og lige adgang til alle markeder inden for Unionen. Hovedprincippet var gensidig anerkendelse og hjemlandskontrol, således at en finansiel formidler med godkendelse fra hjemlandet og på de dér gældende betingelse skulle have fri adgang til at udøve investeringsservicevirksomhed eller etablere sig inden Den Europæiske Union - det såkaldte europæisk pas.

Endelig har EU som følge af indførelsen af subsidiaritetsprincippet søgt at anvende rammedirektiver. Rammedirektiver opstiller en række generelle principper og fundamentale krav, som medlemslande skal anvende i forbindelse med gennemførelse af nationale bestemmelser. Herudover angives en række forhold, som skal reguleres, men uden angivelse af indholdsmæssige krav. Anvendelse af rammedirektiver giver i særlig grad mulighed for reguleringsmæssig konkurrence inden for børs- og værdipapirhandelsretten. Som eksempel på et rammedirektiv kan nævnes det forslag til 13. selskabsdirektiv om overtagelsestilbud, der som følge af stemmeafgivningen 272 for og 272 imod ikke blev vedtaget af EU Parlamentet i 2001.¹⁰

I 2000 nedsatte Rådet den såkaldte Committee of Wise Men on the Regulation of

⁶ Henholdsvis EFT 1979 L 66/21 og EFT 1980 L 100/1.

⁷ Henholdsvis EFT 1982 L 48/26, EFT 1988 L 348/62 og EFT 1989 L 334/30.

⁸ Dette skete ved en ændring af børsprospektdirektivet, jf. EFT 1990 L 112/24.

⁹ Henholdsvis EFT 1993 L 141/27 og EFT 1993 L 141/1.

¹⁰ Se nærmere herom, *Rolf Skog*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2001:4 s. 407 ff. EU Kommissionen har den 2. oktober 2002 fremsat et nyt forslag til direktiv om overtagelsestilbud.

European Securities Markets. Komiteen skulle under hensyntagen til de udfordringer, som det europæiske finansielle marked står overfor, blandt andet fremkomme med forslag til nye reguleringsmetoder for EU's regulering af det finansielle marked. I sin endelige rapport - den såkaldte Lamfalussy rapport¹¹ - foreslog komiteen, at der i den EU-retlige regulering på det finansielle område sker en opsplitting mellem et direktivniveau med generelle principper og fundamentale krav og et niveau med tekniske og detaljerede regler, som EU-Kommissionen udsteder efter høring i et komite-system.

Den nye reguleringsmetode indebærer 4 niveauer:

1. Rammedirektiver med fastlæggelse af principper og fundamentale krav inden for det pågældende emne.
2. Etablering af to komiteer - the EU Securities Committee (med repræsentation fra politisk niveau i medlemsstaterne) og the EU Securities Regulators Committee (med repræsentation fra højeste niveau i medlemstaternes kompetente myndighed) - som har til opgave at medvirke i forbindelse med EU-Kommissionens fastsættelse af detaljerede og teknisk betonedede regler til udfyldning af direktivernes krav.
3. Øget samarbejde og etablering af netværk mellem de regeludstedende myndigheder inden for EU med henblik på at sikre en fælles og ensartet implementering af EU's regler. I forbindelse hermed skal der udarbejdes fælles retningslinier for de nationale myndigheders implementering af EU-reguleringen. På de områder, hvor der ikke findes EU-regulering, kan der udarbejdes ikke bindende standarder, som kan anvendes nationalt.
4. Øget indsats med henblik på at sikre håndhævelse af reglerne for det finansielle marked. Kommissionen skal styrke indsatsen med henblik på at sikre håndhævelse af den EU-retlige regulering, og i denne sammenhæng skal samarbejdet mellem medlemsstaterne, deres regeludstedende myndigheder og den private sektor styrkes.¹²

3. EU-Kommissionens forslag til nyt prospektdirektiv

3.1 Baggrund

Som nævnt er den gældende EU-retlige regulering af børsprospekter baseret på børsprospektdirektivet fra 1980, hvortil kommer udbudsprospektdirektivet fra 1989,¹³ som opstiller nærmere krav til prospekter i forbindelse med første udbud af ikke børsnoterede værdipapirer til offentligheden.¹⁴ Denne regulering må i dag, ikke mindst for børsprospektdirektivet vedkommende, anses for forældet såvel strukturelt

¹¹ Jf. Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets af 15. februar 2001.

¹² Se nærmere herom, *Niamh Moloney*, EC Securities Regulation (2002) s. 858 ff.

¹³ Jf. EFT 1989 L 124/8.

¹⁴ Nærmere herom, se eksempelvis *Erik Werlauff*, EU-selskabsret - 28 staters fælles virksomhedsret (2002) s. 302 ff.

som indholdsmæssigt. The Wise Men Committee prioriterede da også behovet for et nyt prospektdirektiv højest i the Financial Service Action Plan.¹⁵ Tilsvarende har FESCO (Forum of European Securities Commissions) gennem en række rapporter påpeget behovet for en reform af EU's regler om prospekter.¹⁶

Men henvisning til Traktaten om etablering af Det Europæiske Fællesskab, særligt artikel 44 og 95 fremsatte EU Kommissionen den 30. maj 2001 det første forslag til nyt prospektdirektiv.¹⁷ Kommissionen fremsatte den 9. august 2002 et revideret forslag til prospektdirektiv,¹⁸ som i betydeligt omfang har indarbejdet de bemærkninger, som Det økonomiske og sociale Udvalg, Den Europæiske Centralbank og EU Parlamentet fremkom med i relation til det oprindelige forslag. Med mindre andet anføres, refereres der i det følgende til Kommissionens seneste forslag til prospektdirektiv - betegnet direktivet.

3.2 *Generelle bemærkninger*

Det fremgår af præamblen, at direktivet er af helt afgørende betydning for at sikre et velfungerende europæisk kapitalmarked. Dette må ses i sammenhæng med ønsket om at gøre det europæiske marked internationalt attraktivt og konkurrencedygtigt, ikke mindst i forhold til USA. Direktivet skal øge investorbeskyttelsen og sikre markedets integritet, og direktivets bestemmelser og de nærmere regler, som vil blive udstedt i medfør heraf, skal være »i overensstemmelse med de høje reguleringsstandarder, der vedtages i de relevante internationale fora«, jf. betragtning 10. I de generelle bemærkninger til direktivet (s. 3) uddybes dette med hensyn til det tilsigtede oplysningsniveau: »Dette forudsætter en indbyrdes tilpasning af de eksisterende oplysningskrav, så der i overensstemmelse med princippet om maksimal harmonisering overalt i EU gælder samme krav ved værdipapirers udbydelse til offentligheden eller optagelse til omsætning.«

3.2.1 *Skærpede krav*

For at sikre det europæiske markeds internationale konkurrencedygtighed og investorbeskyttelse må det anses for nødvendigt, at reglerne om prospekter såvel som på andre områder på EU-niveau og nationalt afspejler en høj international standard. Dette gælder i øvrigt ikke alene for oplysninger i prospekter, men i ligeså høj grad for reglerne om udstedernes kontinuerlige og regnskabsmæssige oplys-

¹⁵ Jf. Lamfalussy-rapporten s. 3 og s. 12ff.

¹⁶ Jf. rapporten European Public Offer fra maj 2000 og A European Passport for Issuers - A report to the EU Commission dateret 17. januar 2001.

¹⁷ Se således Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til omsætning, jf. EFT 2001 C 240 E/272.

¹⁸ Se således Ændret forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til omsætning og ændring af Direktiv 2001/34/EC, jf. KOM(2002) 460 endelig 2001/0117 (COD).

ningsforpligtelse, hvilket Kommissionen også fremhæver i de generelle bemærkninger til direktiver.¹⁹

Den dominerende faktor med hensyn til reguleringsniveauet på kapitalmarkedet har de seneste år været de forventninger og krav, som de internationalt orienterede investorer og globalt orienterede udstedere og formidlere har. De ønsker en høj og international standard for regnskaber, anden form for information, corporate governance etc. Mens den selskabsretlige regulering, i hvert fald i USA under betegnelsen Delaware effect²⁰ har været præget af 'a race to the bottom', har den børs- og værdipapirhandelsretlige regulering været præget af 'a race to the top'.²¹ Med direktivet understøtter Kommissionen en fortsat 'race to the top' inden for børs- og værdipapirhandelsretten. Den EU-retlig detailregulering skal udstedes som i overensstemmelse med den nye komitologi-procedure, må ligeledes forventes at øge kravene, jf. de generelle principper for Kommissionens regelfastsættelse som nævnt i preambelns betragtning 33, og specielt vedrørende de indholdsmæssige krav til prospekter, som efter art. 7, stk. 2, skal »baseres på de normer for finansielle og andre oplysninger, der fastlægges af internationale børstilsynsorganisationer og navnlig Den Internationale Børstilsynsorganisation (IOSCO)«. ²²

Som følge heraf vil det efter direktivets vedtagelse være vanskeligere for medlemsstaterne og de enkelte markeder at søge at tiltrække udstedere til et bestemt marked ved at sætte en lav reguleringsmæssig standard.²³

¹⁹ Jf. direktivets s. 5, hvor det påpeges, at den eksisterende regulering på området, som den kommer til udtryk i det konsoliderede direktiv om børsnotering og oplysningsforpligtelse 2001/34/EF, jf. EFT 2001 L 184/1 er utilstrækkelig. Det anføres desuden, at de »gældende krav bør erstattes af nye europæiske oplysningsstandarder. Fremmes bedste praksis, vil det forbedre markedstilliden og tiltrække kapital. En forbedring af EU's oplysningskrav skal stemme overens med de internationale oplysningskrav, der i 1998 blev vedtaget af IOSCO (Den Internationale Børstilsynsmyndighed)«. Se OSCO's

²⁰ Se nærmere herom eksempelvis *Gérard Hertig*, Regulatory Competition in EU Financial Services i *Daniel C. Esty & Damien Geradin (eds.)*, Regulatory Competition and Economic Integration (2001) s. 218-40 og specielt vedrørende USA *Roberta Romano*, Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation, Yale Law Journal 1998 vol. 107 pp. 2359.

²¹ Jf. eksempelvis *Nis Jul Clausen*, Securities markets co-operation; a new regulatory standard in the next millenium, The Company Lawyer 2000 vol. 21 s. 43.

²² Præciseringen af de rammer, inden for hvilke Kommissionen skal fastsætte yderligere regler, er i vidt omfang en følge af de indvendinger, som EU Parlamentet havde mod Kommissionens oprindelige forslag til prospektdirektiv, jf. Parlamentets bemærkninger af 14. marts 2002 til de oprindelige forslag.

²³ Mulighederne for at udstederne søger til markeder med den mindste krav - såkaldt forum shopping - begrænses tillige af direktivets bestemmelser om kompetent myndighed og godkendelsesmyndighed, jf. art. 13, stk. 1 sammenholdt med art. 2, stk. 1 (m) omtalt neden for under 3.3.4.

3.2 Reguleringsmæssig konkurrence

Såvel prospektdirektivet som det tidligere takeoverdirektiv er som nævnt blevet betegnet som rammedirektiver. Men mens der med takeoverdirektivets meget overordnede regelfastsættelse og den blotte listning af emner, som medlemsstaterne skulle regulere, var tale om en meget begrænset harmonisering og et betydeligt spillerum for reguleringsmæssig konkurrence medlemsstaterne og de enkelte markeder imellem, er dette ikke tilfældet med hensyn til prospektdirektivet. Her er en øget harmonisering og en klart højere og international oplysningsstandard i alle medlemsstater målet.

Men det er dog ikke således, at direktivet udelukker reguleringsmæssig konkurrence. Selvom direktivet ikke som for eksempel insiderdirektivet i art. 6 præciserer, at der er tale om et minimumsdirektiv, er de fleste af direktivets bestemmelser minimumskrav. Det gælder eksempelvis kravene til de informationer, som skal gives i prospekter, jf. art. 5 og 7. Det må forventes, at såvel medlemslandene som de enkelte fondsbørser og andre former for regulerede markeder med de begrænsninger som følger af direktivet i et vist omfang vil fortsætte at stille forskellige krav til prospekters indhold og den procedure, som skal iagttages i forbindelse hermed, og disse krav vil være mere vidtgående, end hvad der følger af direktivet og EU-bestemmelserne udstedt i medfør heraf.²⁴

3.3 Nyskabelser

Med henblik på at opnå sit formål - skabelse af et attraktivt og konkurrencedygtigt europæisk kapitalmarked og sikre en høj investorbekyttelse - indeholder direktivet en række nyskabelser i forhold til de gældende regler. Det ligger uden for rammerne for nærværende artikel at gennemgå disse i deres helhed. Der vil i det følgende blive knyttet kommentarer til nogle af de bestemmelser, som er fundet at have særlig interesse i en dansk sammenhæng:

- reglerne om direktivets anvendelsesområde, herunder om særlige krav i forbindelse med udbud af værdipapirer til kvalificerede investorer, jf. 3.3.1,
- fastlæggelse af den kompetente myndighed, herunder mulighederne for delegation af kompetence og hjemlandsgodkendelse, jf. 3.3.2,
- regler om erstatningsansvar i forbindelse med prospekter, jf. 3.3.3,
- reglerne for grænseoverskridende udbud og noteringer, jf. 3.3.4.

3.3.1 Direktivets anvendelsesområde - kvalificerede investorer

Det nuværende børsprospektdirektiv gælder for »optagelse til officiel notering på en fondsbørs«, jf. art. 1, stk.1, og udbudsprospektdirektivet for ikke-børsnoterede

²⁴ Der vil således ikke være noget til hinder for, at der i forbindelse med børsnoteringer og børsmissioner stilles særlige krav til due diligence eller verifikation, jf. eksempelvis Københavns Fondsbørs' krav om erklæringsafgivelse fra den finansielle rådgiver i Noteringsreglerne Del II, afsnit 2, § 15. Sådanne særlige krav vil dog ikke kunne gøres gældende over for selskaber, som har opnået godkendelse af prospektet i en anden medlemsstat, jf. de særlige regler om et europæisk pas for udstedere af værdipapirer i direktivets art. 17 ff omtalt nedenfor under 3.3.4.

»værdipapirer, der for første gang udbydes til offentligheden«, jf. art. 1, stk. 1 med en række begrænsninger i art 2. Denne sondring opgives.

Direktivet gælder, »når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til omsætning på et reguleret marked, der er beliggende i eller er aktivt i en medlemsstat.« Kravet om officiel notering, som i dag har mistet sin relevans, erstattes med optaget til handel på et reguleret marked - et begreb som tillige anvendes i insiderdirektivet og investeringsservicedirektivet.²⁵ Desuden omfattes nu ethvert - såvel første som senere - udbud til offentligheden af værdipapirer af prospektkravene.

Mens optagelse til handel i kraft af udstederens ansøgning herom er objektiv konstaterbar, er det mere usikkert, hvornår der foreligger et udbud til offentligheden. I art. 2, stk. 1(d) søges dette præciseret, idet »udbydelse af værdipapirer til offentligheden« er »henvendelse til personer under enhver form og ad enhver vej med tilstrækkelige oplysninger om udbydelsens betingelser og de udbudte værdipapirer til at sætte en investor i stand til at træffe afgørelse om køb eller tegning af disse værdipapirer. Denne definition finder også anvendelse ved placering af værdipapirer gennem finansielle formidlere.« Herudover er det i art. 1, stk. 2 og art. 2, stk. 2 under anvendelse af en række objektive kriterier fastlagt, i hvilke tilfælde direktivet ikke finder anvendelse.²⁶ Disse bestemmelser er bindende for medlemsstaterne.

Omend definitionen af »udbydelse af værdipapirer til offentligheden« giver anledning til visse fortolkningsmuligheder, har Kommissionen med bestemmelserne om direktivets anvendelsesområde tilstræbt og til dels opnået, at der i samtlige medlemsstater vil blive anvendt fælles kriterier for, hvornår de nationale prospektregler skal anvendes.

Som noget nyt indføres der en undtagelse for prospektkravene, hvis udbudet er rettet mod kvalificerede investorer, idet et sådant udbud ikke betragtes som et udbud til offentligheden, jf. art. 2, stk. 2 (a). Det er forventningen, at denne bestemmelse vil have en positiv effekt på markedsudviklingen. Bestemmelsen er klart inspireret af lignende bestemmelser i USA, herunder Rule 144 A, hvorefter udbud til qualified institutional buyers - de såkaldte QIB's - er undtaget fra kravet om forudgående registrering hos Securities Exchange Commission (SEC). Disse bestemmelser har haft betydelig succes i USA med henblik på at tiltrække kapital. Ikke-amerikanske selskaber har anvendt bestemmelserne til helt at undgå registrering hos SEC, mens amerikanske selskaber primært har anvendt den mindre omfattende procedure, som følger af bestemmelserne, til at sikre et hurtigt udbud af kapital. Amerikanske

²⁵ Det er i øvrigt et gennemgående træk ved direktivets fastlæggelse af definitioner i art. 2, at man tilstræber at anvende ens definitioner i alle direktiver, således at usikkerhed med hensyn til reglernes anvendelsesområde mindskes, jf. således at definitionen af værdipapirer i art. 2, stk. 1 (a) henviser til Investeringsservicedirektivets definition heraf i art. 1, stk. 4.

²⁶ Udover undtagelse for kvalificerede investorer, jf. straks nedenfor, undtages udbud, som retter sig til mindre end 100 personer, visse beløbsmæssigt mindre udbud, samt udbud på mindst 50.000 EURO pr. værdipapir.

selskaber har først foretaget et udbud efter Rule 144 A, for herefter at opnå registrering hos SEC og herved fået mulighed for at tiltrække en bredere kreds af investorer.²⁷

Med hensyn til afgrænsningen af kvalificerede investorer er det efter de generelle bemærkninger til direktivet, jf. 12, afgørende, at der er tale om investorer »der udviser faglige kvalifikationer eller specifikke kendetegn«.

Det er derfor naturligt, at definitionen af »kvalificerede investorer« i art. 2, stk. 1 (e) omfatter enhver virksomhed, som i hjemlandet har en tilladelse til at drive finansiell virksomhed, herunder pengeinstitutter, forsikringsselskaber og pensionskasser.

For fysiske personers vedkommende er der mulighed for at blive registreret som kvalificeret investor hos den kompetente myndighed, såfremt de opfylder en række kriteriet fastsat i art. 2, stk. 3.

For øvrige juridiske personer vedkommende er de at betragte som kvalificerede investorer, med mindre de er omfattet af definitionen af »små og mellemstore virksomheder«.²⁸ Denne absolutte bestemmelse synes på en og samme tid for bred og for snæver. Det er ikke nødvendigvis således, at alle ikke små og mellemstore virksomheder kan formodes at have erfaringer og kompetence til at agere på et professionelt finansielt marked. Samtidig udelukker bestemmelsen alle små og mellemstore virksomheder fra at opnå status som kvalificeret investor, herunder mindre venturekapitalselskaber eller andre selskaber, som efter deres vedtægter kan agere på det finansielle marked.

Der bør overvejes, om der ikke som for fysiske personers vedkommende, bør indføres et frivilligt registreringssystem for de selskaber, som ikke har en tilladelse til at drive finansiell virksomhed. At dette vil øge den administrative byrde for den kompetente myndighed bør næppe være et afgørende argument mod en sådan ordning. Den kompetente myndighed skal efter art. 2, stk. 3 i forvejen føre et register over de fysiske personer, som har opnået status som kvalificeret investor.

3.3.2 Den kompetente myndighed og hjemlandsgodkendelse

I medfør af direktivets art. 21 skal hvert medlemsland udpege en central, kompetent, administrativ myndighed, som har ansvaret for at varetage de forpligtelser, der følger af direktivet, og sikre, at bestemmelserne vedtaget i medfør af direktivet anvendes.

For så vidt angår kompetencen til at behandle og godkende prospekter, jf. bestemmelserne i direktivets kapitel III, kan der udpeges en anden administrativ

²⁷ Se nærmere, *George W. Fenn*, Speed of Issuance and Adequacy of Disclosure in the 144a High-Yield Debt Market, *Journal of Financial Economics* 2000 vol. 56, s. 383 ff.

²⁸ Med de kriterier, som i art. 2, stk. 1 (f) er afgørende for status som »små og mellemstore virksomheder«, vil et betydeligt antal danske selskaber være udelukket for at blive betragtet som kvalificerede investorer.

myndighed end den centrale kompetente myndighed.²⁹ Det er et ubetinget krav, at den eller de kompetente myndigheder er »fuldstændigt uafhængige af samtlige markedsdeltagere«, jf. art. 21, stk. 1(3). Med dette krav må det for Danmarks vedkommende være udelukket, at Fondsrådet med den nuværende repræsentation fra markedsdeltagerne kan være den kompetente myndighed og hermed fortsat godkende udbudsprospekter.

Selvom der fra Kommissionens side lægges afgørende vægt på den kompetente myndigheds uafhængighed med henblik på at undgå interessekonflikter, er det ikke udelukket, at visse dele af den kompetente myndigheds kompetence delegeres til ikke offentlige myndigheder, eksempelvis til fondsbørser eller andre private virksomheder. Det er dog en betingelse herfor, at det »sker efter en specifik fremgangsmåde med angivelse af de opgaver, der skal varetages, og betingelser for udførelsen af opgaverne«. Delegationen skal indeholde »en klausul, der forpligter den pågældende enhed til at være organiseret med henblik på at undgå interessekonflikter, uretmæssig brug af de oplysninger, der følger med udførelsen af de delegerede opgaver, og forebygge konkurrence. Under alle omstændigheder påhviler det endelige ansvar for kontrol af overholdelse af direktivets bestemmelser og vedtagne gennemførelsesforanstaltninger den eller de kompetente myndigheder«, jf. art. 21, stk. 2.

For dansk rets vedkommende vil det således ikke være udelukket fortsat at lade eksempelvis Københavns Fondsbørs godkende prospekter, hvilket er forudsat ved den nye bestemmelse i værdipapirhandelslovens § 23, stk. 3. Men betingelserne herfor og organisationen heraf skal sikre, at der ikke opstår interessekonflikter eller konkurrenceforvridning.

I medfør af art. 13, stk. 1 er det den kompetente myndighed i udstederens hjemland, der skal godkende prospekter, og hjemlandet er i følge art. 2, stk. 1 (m) ii) som udgangspunkt det land, hvor udstederen har sit vedtægtsmæssige hjemsted. Denne bestemmelse gælder, selvom selve udbudet skal ske i en anden medlemsstat end hjemlandet. Et sådant krav om pligt til at søge godkendelse i en bestemt medlemsstat - det selskabsretlige hjemsted - findes ikke i dag. Direktivets vedtagelse vil derfor medføre en begrænsning i udstedernes mulighed for frit at vælge, hvilken national kompetent myndighed, der skal foretage godkendelsen. Denne begrænsning i udstedernes mulighed for såkaldt forum shopping³⁰ er ikke nærmere begrundet i direktivet, men har formentlig sammenhæng med ønsket om at begrænse mulighederne for, at udstederne lader prospekter godkende i lande med en særlig lavt informationsniveau for herefter at anvende det godkendte prospekt til udbud på

²⁹ Er der tale om grænseoverskridende udbud eller noteringer, skal godkendelse dog altid gives af den centrale kompetente myndighed, jf. art. 21, stk. 1(4).

³⁰ Begrænsningen gælder ikke for udbud af værdipapir med en værdi på mindst 50.000 EURO eller for udstedere hjemmehørende i tredjelande, se nærmere art. 2, stk. 1 (m) i) og iii).

markeder med højere krav.³¹

3.3.3 Erstatningsansvar

Udover den sædvanlige bestemmelse i art. 25, om at medlemsstaterne er forpligtet til at indføre sanktioner, der er effektive, forholdsmæssige og har afskrækkende virkning med henblik på at sikre de direktivbestemte reglers overholdelse, indeholder direktivet en særlig bestemmelse om erstatningsansvar i forbindelse med udarbejdelse og offentliggørelse, jf. art. 6, stk. 2. I medfør heraf skal »[M]edlemsstaterne sikre, at deres love og administrative bestemmelser om civilretligt ansvar finder anvendelse på de personer, der er ansvarlige for oplysningerne i prospektet.«

Selvom finansielle rådgivere og formidler i praksis har en yderst central rolle i forbindelse med udarbejdelse af prospekter, jf. eksempelvis Hafia-sagen, er de ikke nødvendigvis omfattet af denne erstatningsbestemmelse, idet de prospektansvarlige personer efter art. 6, stk. 1 kun omfatter medlemmer af udstederens ledelsesorganer, udbyderen, den der søger om optagelse til notering på et reguleret marked og en eventuel garant.

Som art. 6, stk. 2 er formuleret kan det næppe være i overensstemmelse med direktivet, at en medlemsstat blot anfører, at almindelige erstatningsretlige grundsætninger også gælder for de personer, som har ansvaret for et prospekts udformning og indhold. For dansk rets vedkommende må det derfor overvejes, hvorledes en erstatningsbestemmelse skal udformes.

3.3.4 Grænseoverskridende udbud og noteringer - det europæisk pas for udstedere

Et af de helt centrale formål med direktivet har været at forbedre mulighederne for at rejse kapital på tværs af de nationale grænser. Midlet hertil er i dag reglerne om gensidig anerkendelse, som findes i børsprospektdirektivets art. 24 a ff og i udbudsprospektets art. 21. Med disse reglers indførelse i slutningen af 1980'erne forventede man en forøgelse af antallet af grænseoverskridende noteringer, men dette blev rent faktisk ikke tilfældet. Det kan skyldes, at reglerne om gensidig anerkendelse af prospekter forsat indebærer en række retlige og administrative barrierer for notering på tværs af grænserne, herunder kravet om oversættelse af prospektet og tilføjelse af informationer, der såsom skattemæssige forhold er særlige for det pågældende marked. Som omtalt nærmere nedenfor kan andre forhold dog også have været afgørende for, at reglerne om gensidig anerkendelse af prospekter ikke medførte den tilsigtede forøgelse af grænseoverskridende noteringer.

Med det nye prospektdirektiv erstattes reglerne om gensidig anerkendelse med

³¹ For at sikre ustederne mod ineffektiv og langsommelig sagsbehandling i forbindelse med behandling af ansøgninger om godkendelse af prospekter, opstiller direktivet en række korte tidsfrister for sagsbehandlingen, som udgangspunkt 15 arbejdsdage. Overholder den kompetente myndighed ikke de opstillede tidsmæssige krav, har udstederen mulighed for at søge godkendelse hos en kompetent myndighed i en anden medlemsstat, ligesom prospektet i forbindelse med visse overskridelser af tidsfristerne kan betragtes som godkendt. Jf. se nærmere art. 13, stk. 2-6. Det sidste er det modsatte af, hvad der normalt er tilfældet, idet manglende godkendelse indenfor de opstillede tidsmæssige rammer normalt betragtes som afslag på godkendelse.

regler om et europæisk pas for udstedere, svarende til reglerne om europæisk pas for finansielle virksomheder. Efter art. 17 og 18 kan et prospekt og ethvert supplement hertil, som er godkendt i udstederens hjemland (eller andet land inden for EU, som måtte have godkendt prospektet) umiddelbart anvendes i forbindelse med offentligt udbud i en andet medlemsstat eller ved optagelse til notering på et reguleret marked, som er beliggende i et andet land. Der kan ikke kræves yderligere informationer udover en oversættelse af et resume af prospektet,³² og - som tilfældet generelt er - tilføjelse af nye væsentlige oplysninger, som måtte være fremkommet efter prospektets godkendelse. Desuden gennemføres der en forenkling af notificeringsprocedure mellem de involverede kompetente myndigheder, når der er tale grænseoverskridende noteringer.³³

Med de nye regler om et europæisk pas for udstedere af værdipapirer fjernes nogle af de administrative og retlige barrierer, som i dag kan begrænse grænseoverskridende noteringer, og omkostninger i forbindelse hermed mindskes. Dette må forventes at have en positiv effekt med henblik på at integrere de europæiske værdipapirmarkeder.

Men der kan være andre forhold, som begrænser interessen og mulighederne for at foretage udbud og noteringer af værdipapirer på tværs af grænserne. Selskaber, som er noteret på flere fondsbørser, skal overholde reglerne for oplysningsforpligtelse på alle de involverede markeder, og disse regler er nødvendigvis ikke ens. Tilsvarende gælder reglerne om storaktionærernes oplysningsforpligtelse og takeovers, som ikke alene vedrører udstederne, men også investorerne.³⁴ Sådanne forskelligheder i reguleringen på de enkelte markeder kan virke hindrende for grænseoverskridende noteringer og udbud.

Men andre ikke retlige forhold må anses for helt afgørende for, om der i fremtiden vil ske en forøgelse af grænseoverskridende udbud og noteringer inden De Europæiske Union. Finansielle overvejelser og en global forretnings- eller afsætningsstrategi spiller ofte en central rolle i forbindelse med beslutninger om at foretage et internationalt udbud af værdipapirer. Udbud af og handel med værdipapirer på et af de internationale markeder, som London eller New York sikrer

³² Det skal bemærkes, at en udsteder i forbindelse med grænseoverskridende noteringer og udbud kan vælge at udforme prospektet på et sprog, som accepteres af de kompetente myndigheder i begge medlemslande, »eller på et sprog, der sædvanligvis anvendes i de finansielle kredse«, jf. art. 19, stk. 2, det vil sige engelsk.

³³ Hertil kommer, at den kompetente myndighed i forbindelse med godkendelse af prospekter for grænseoverskridende udbud og noteringer altid er den centrale kompetente myndighed, jf. art. 21, stk. 1(4) og ovenfor under 3.3.3.

³⁴ Se nærmere herom, *Nis Jul Clausen & Karsten Engsig Sørensen*, Disclosure of major Shareholdings: A Comparative Analysis of Regulation in Europe, *International and Comparative Corporate Law Journal* 2002 vol. 4 s. 201, og *samme*, The Regulation of Takeover Bids in Europe: The Impact of the Proposed 13th EC Company Law Directive on the Present Regulation in the EU Member States, *International and Comparative Corporate Law Journal* 1999 vol. 1 s. 169.

publicitet omkring udstederen og medfører, at de internationalt orienterede analytikere inddrager udstederen i analyser mv. Hermed øges mulighederne for at tiltrække udenlandske investorer og kapital.³⁵

I Europa har det hidtil været således, at mange grænseoverskridende noteringer er sket på geografisk tæt knyttede markeder, hvor der tillige eksisterer et vist kulturelt fællesskab, eksempelvis dobbeltnotering på fondsbørserne i Wien og Frankfurt eller notering på mere end en af de skandinaviske fondsbørser i Norex-samarbejdet. Et eksempel herpå er SAS' samtidige notering på fondsbørsen i Stockholm, Oslo og København i 2001.

Endelig bør det i relation til grænseoverskridende noteringer fremhæves, at set ud fra et investorsynspunkt er det ikke nødvendigvis afgørende, hvor en udsteders værdipapirer er noteret, men at værdipapirerne er noteret, og at der er et likvidt marked for handel med de pågældende værdipapirer.³⁶

4. Afsluttende bemærkninger

Selvom Erhvervs- og økonomiministeren som reaktion på Hafnia-sagen har udtalt, at der ikke er behov for en ændring - stramning - af de danske regler om børsprospekter, har EU Kommissionen med sit seneste forslag til prospektdirektiv klart signaleret et ønske om at opnå en maksimal harmonisering på dette område med anvendelse af en international standard. Dette sker med henvisning til behovet for at øge investorbeskyttelsen og ønsket om at gøre det europæiske finansielle marked internationalt attraktivt og konkurrencedygtigt, ikke mindst i forhold til det amerikanske marked.

Værdipapirhandelslovens og børsprospektbekendtgørelsens regler lever ikke op til direktivets krav. Det nærmere omfang og niveau for ændringerne i de danske prospektregler vil bero på resultatet af den nye reguleringsmodel inden for den finansielle lovgivning i Unionen - komitologi - hvorefter Kommissionen fastsætter de detaljerede regler til udfyldning af direktivets mere generelle og fundamentale krav.

³⁵ Se nærmere herom *Marco Pagano, Ailsa A. Röell & Josef Zecher, The Geography of Equity Listing: Why do Companies list Abroad?* www.dise.unisa.it med kommende offentliggørelse i *Journal of Finance*. I artiklen analyseres internationale noteringer i periode 1986 til 1997 på de europæiske fondsbørser i Amsterdam, Brussel, Frankfurt, London, Madrid, Milano, Paris og Stockholm, samt på American Stock Exchange (AMEX), New York Stock Exchange (NYSE) og NASDAQ og EASDAQ.

³⁶ Jf. *Nis Jul Clausen & Karsten Engsig Sørensen, Competition and Co-operation between Stock Exchanges in Europe - Legal Aspects and Challenges, European Business Organisation Law Review 2000 s. 341 med behandling af grænseoverskridende s. 391 ff.*