

Markedskurs i selskabs- og kapitalmarkeds- retlig belysning

Børsens Dag 23. maj 2023 | Christian Lundgren,
Partner, Head of Capital Markets Group



Emner

1.	Problemstillingen
2.	Markedskurs i selskabsretlig forstand
3.	Markedskurs i kapitalmarkedsretlig forstand
4.	Markedskurs i økonomisk forstand, professor Carsten Tanggaard
5.	Q&A

Problemstilling

Hvornår opstår problemstilling om markedskurs

Selskabsretligt

- Selskabet udsteder aktier, hvor eksisterende kapitalejeres fortegningsret fraviges (f.eks. en rettet emission eller en *accelerated bookbuilding (ABB)*)
- Selskabet tilbagekøber kapitalandele uden at kapitalejerne gives mulighed for pro rata deltagelse (f.eks. et rettet tilbagekøb)

1

Kapitalmarkedsretligt

Handlinger mv. som tilsigter eller forårsager en ukorrekt markedskurspåvirkning udgør markedsm Manipulation (tidligere kursmanipulation)

2

Markedskurs i selskabsretlig forstand

Selskabslovens bestemmelser

Selskabsloven anvender ikke udtrykket markedskurs, men det indgår forudsætningsvist som modstykket til *favørkurs*.

§ 162, stk. 4 *Generalforsamlingen kan med samme flertal, som kræves til vedtægtsændring, jf. § 106, beslutte at fravige fortegningsretten, jf. stk. 1 og 3, til fordel for medarbejderne i selskabet eller dets datterselskab. Med samme flertal kan generalforsamlingen fastsætte en favørkurs for de kapitalandele, der tilbydes medarbejderne.*

§ 107, stk. 2 (1) *Beslutning, hvorved kapitalejernes ret til udbytte eller til udlodning af kapitalselskabets midler, herunder tegning af kapitalandele til favørkurs, formindskes til fordel for andre end kapitalejerne i kapitalselskabet og medarbejderne i kapitalselskabet eller dets datterselskab kan vedtages af generalforsamlingen med 9/10 flertal.*

- Hvis en beslutning omfattet af § 107, stk. 2(1) sker til fordel for en eksisterende kapitalejer, gælder grundsætningen i § 45 = enstemmighed.



”Ved vurderingen af, om der er tale om favørkurs, bør der lægges vægt på, om kursen afviger fra markedskursen. Det er i forbindelse med vedtagelsen ledelsens ansvar at vurdere, om der er tale om markedskurs eller favørkurs.”

Forarbejder til selskabslovens § 162, stk. 2

Det vil sige, at hvis fortegningsretten fraviges er tegningen **ugyldig** og/eller bestyrelsen ifalder **ansvar**, hvis tegning sker til under markedskurs (= favørkurs)

Afgørende er som udgangspunkt, om der sker en formueforskydning mellem kapitalejerne.

Schans Christensen, Kapitalselskaber

”Begrebet markedskurs, som i øvrigt ikke anvendes i SL kapitel 12, er ikke ganske entydigt. Rigtigst forekommer det at foretage en konkret, samlet vurdering af, hvad der i den givne situation er mest egnet til at give det bedste billede af selskabets værdi. Både indre værdi og børskurs kan være relevante faktorer, men børskursens betydning må eksempelvis antages at være større i forbindelse med aktier, som er likvide, end i tilfælde, hvor der er tvivl om, hvorvidt børskursen er udtryk for en effektiv prissætning af aktien.”

EKSEMPEL 1

Køb af virksomhed mod udstedelse af kapitalandele i det køvende selskab til sælger



Værdien af målvirksomhed fastlægges og antallet af vederlagsaktier er tilsvarende fikseret på basis af markedskursen for køberselskabets kapitalandele på tidspunktet for indgåelse af SPA.

Vurdering | ERST udtalelse 23. februar 2017

[Det er] Erhvervsstyrelsens opfattelse, at **A's bestyrelse kan fastsætte markedskursen baseret på den gennemsnitlige børskurs umiddelbart forud for bestyrelsesmødet** og samtidig fastholde det på signing aftalte bytteforhold mellem vederlagsaktierne i A og de indskudte aktier i B, forudsat at der foreligger en vurderingsberetning som foreskrevet i selskabslovens § 160, jf. §§ 36 og 37, og at den beregnede gennemsnitskurs ikke af bestyrelsen vurderes at være påvirket af **ekstraordinære omstændigheder** eller i øvrigt ikke kan antages at afspejle den aktuelle værdi.

Styrelsen forudsætter i den forbindelse, at reglerne for beregningen af kapitalforhøjelsens størrelse er meget præcise, således at aktionærerne træffer deres beslutning på et oplyst grundlag.

Det bemærkes, at det er selskabets ledelse og deres eventuelle rådgivere, der er ansvarlige for at vurdere, om en udstedelse af nye kapitalandele sker til markedskurs eller favørkurs.

Da A's børsnoterede aktie må anses for likvid, må **børskursen som udgangspunkt antages at udtrykke markedskursen** for A (idet dette dog skal vurderes konkret af bestyrelsen i forbindelse med beslutning om kapitalforhøjelse).

Herunder skal bestyrelsen vurdere, om værdien af de indskudte aktiver fortsat må anses for at afspejle værdien af de nyudstedte aktier med tillæg af overkurs.

Erhvervsstyrelsen er enig i, at det klare udgangspunkt er, at det er forholdene på **beslutningstidspunktet for en selskabsretlig disposition**, der er afgørende for majoritetskrav, værdiansættelse, kursfastsættelse, ledelsesansvar mv.



Supplerende overvejelser til rettede emissioner

Betydning af anden kursudvikling mellem indgåelse af SPA og generalforsamlingen

- ✓ Generelt i markedet
- ✓ Peer selskaber

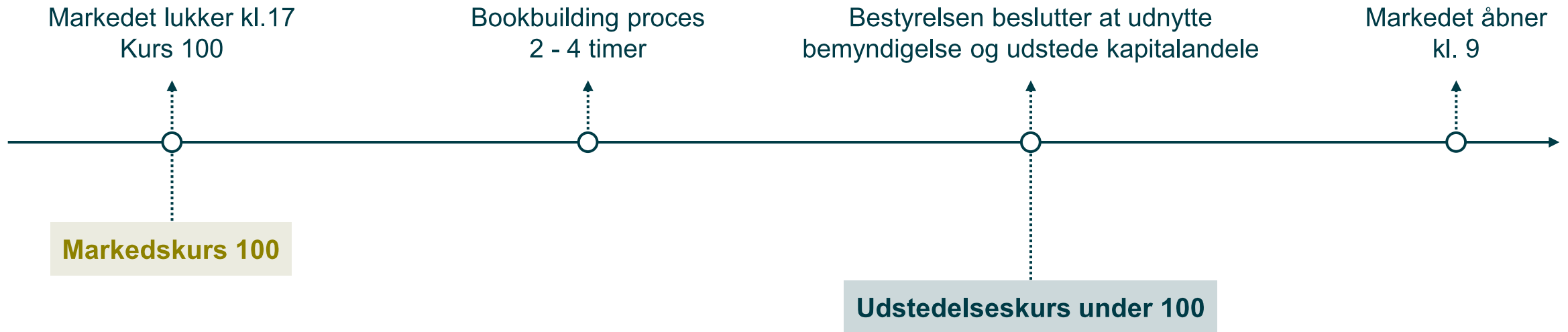
Aktuel børskurs antages at være påvirket af selve transaktionen – hvad ville der ske, hvis transaktion fraregnes; skal den indgå eller ej i fastlæggelsen af ”markedskursen”.

- Børskursen må antages at indregne (positivt eller negativt) evt. risiko for, at transaktionen ikke endeligt gennemføres (hvis f.eks. behov for myndighedsgodkendelse).
- Hvilken tidshorisont skal indlægges.
- Forskel til SELs regler om fusioner – SEL § 241, stk. 4 kræver alene udtalelse om, at vederlaget til kapitalejerne i det ophørende selskab er *rimeligt og sagligt begrundet*. Der er reelt tale om samme transaktionsform (sammenlægning af virksomheder).



EKSEMPEL 2

Accellereret bookbuilding



Bestyrelsen udnytter bemyndigelse til at udstede kapitalandele uden fortegningsret for de eksisterende kapitalejere

Udtalelse

/ tidligere Erhvervs- og selskabsstyrelse

”Det bestyrelsen, efter styrelsens opfattelse, bør lægge vægt på ved vurderingen af om kursen kan betragtes som værende markedskurs, er udbuddets størrelse, den branche selskabet er i, hvordan kapitalen forhøjes og i hvilket land udbuddet sker, ligesom der må være en ganske særlig og reel begrundelse for, at en tegningskurs fastsat 3-5 pct. under gennemsnitskursen på selskabets aktier kan betragtes som markedskurs. Herudover må der lægges vægt på, hvor lang periode for kursberegningen er, at der bliver fastsat en minimumskurs, som udbuddet ikke må komme under, og at tegningen sker i tidsmæssig nær sammenhæng med tegningsindikationsperioden.”

Rettede tilbagekøb af egne aktier



Ofte anvendt bemyndigelse:

Bestyrelsen er bemyndiget til for et samlet nominelt beløb på DKK [] at lade selskabet erhverve egne aktier. Vederlaget i forbindelse med køb af egne aktier må ikke afvige med mere end plus/minus 10 % fra den på erhvervelsestidspunktet gældende kurs for selskabets aktier noteret på Nasdaq Copenhagen A/S. Bemyndigelsen vil gælde indtil det tidspunkt, hvor selskabets ordinære generalforsamling i [] afholdes.

- Køb til **under markedskurs** giver ikke anledning til problemer
- Køb til **over markedskurs** vil, uanset ordlyden af bemyndigelsen, antageligt skulle vurderes i forhold til selskabslovens § 45, evt. selskabslovens § 127

Supplerende overvejelser



- Fastlæggelse af markedskurs ved henvisning til seneste noterede kurs (f.eks. lukkekurs) eller som en gennemsnitskurs (f.eks. [xx] days volume weighted average share price)
- Betydning af likviditet (eller illikviditet) i aktien
- Betydning af særlige rettigheder tillagt nye aktier (f.eks. præferencestilling); skal iht. ERST indgå i fastlæggelsen af "markedskursen"
- Betydning af, at visse kapitalejere (f.eks. private kapitalejere eller kapitalejere bosiddende udenfor Danmark) er udelukket fra at deltage i transaktionen – skærpet vurdering?

Markedskurs i kapitalmarkedsretlig forstand

Markedsmanipulation (MAR artikel 12)

Markedsmanipulation består (bl.a.) i at:

- indgåelse af en transaktion, afgivelse af en handelsordre eller anden adfærd, som giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på finansielle instrumenter eller sikrer eller antages at sikre kursen på et eller flere finansielle instrumenter på et unormalt eller kunstigt niveau.
- udbredelse af oplysninger gennem medierne, herunder internettet, eller ved andre metoder, der giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på et finansielt instrument.



UfR 2016.3756H

[Højesteret finder] , at udtrykket »*værdi i markedet*« i den dagældende værdipapirhandelslovs § 38, stk. 1 - også når det gælder illikvide værdipapirer - må forstås som den senest noterede børskurs, hvor kursen er resultat af en handel mellem uafhængige parter med modsatrettede interesser, det vil sige en handel, hvor sælger ønsker at opnå højst mulig kurs, mens køber ønsker at købe billigst muligt.

Børskursen må dog fraviges, hvis den ikke kan anses for et retvisende udtryk for værdipapirets værdi i markedet. Noget sådant vil efter omstændighederne kunne være tilfældet, hvis der efter den senest noterede børskurs er indtrådt generelle ændringer i markedet, f.eks. renteændringer, eller hvis udstederen af værdipapiret i en selskabsmeddelelse eller på lignende måde har givet oplysninger, der har betydning for værdien af papiret. Den kurs, som er angivet f.eks. i en salgsordre, men som ikke fører til en handel, viser derimod ikke i sig selv, at den senest noterede børskurs ikke kan anses for retvisende



Opsamling

1.

Grundlæggende er 'markedskursen' et nødvendig selskabs- og kapitalmarkedsretligt rimeligt og nødvendigt begreb.

Men, anvendelsen i praksis er vanskelig at håndtere.

2.

Der gennemføres antageligt (ubevidst) en del transaktioner, hvor markedskursbegrebet strengt forstået ikke er blevet overholdt

3.

Børskursen er en "flygtig størrelse" og bør ikke stå alene ved vurderingen

4.

Tilsiger at man kun bør forfølge klare misbrugs-tilfælde (SEL §§ 108 / 127 – utilbørlighedsstandarden) hhv. forsæt eller grov uagtsomhed for markeds-manipulation

5.

Kan man (læs: bestyrelsen) frygte, at angreb fra aktivist-aktionærer med påstand om ansvar (eller ugyldighed) for selskabsretlige dispositioner



Christian Lundgren

Partner, København



Dir. +45 38 77 45 30

Mob. +45 40 74 37 75

cl@kromannreumert.com

Profil

Christian Lundgren arbejder primært med danske og internationale virksomhedsoverdragelser, kapitalmarkedsforhold og selskabsret samt regulatoriske forhold, blandt andet FDI-regulering og international handel.

Baggrund

Gennem årene har han rådgivet på en række banebrydende og trendsættende transaktioner i Danmark, blandt andet inden for telekommunikations- og life science-brancherne samt den finansielle og den industrielle sektor.

Derudover rådgiver han hyppigt danske virksomheder i forbindelse med virksomhedsopkøb og andre transaktioner i udlandet. Der er ofte tale om rådgivning på det, man kan kalde "once in a lifetime-transaktioner", hvor det er afgørende at have erfarne rådgivere, som kan bringe sagen sikkert i havn. Christians klienter omfatter derfor flere Nasdaq Copenhagen C25-selskaber, ledende internationale kapitalfonde og andre af Danmarks markedsledende virksomheder.

Christian har desuden været rådgiver på en række retssager, der har haft afgørende betydning for den selskabs- og kapitalmarkedsretlige regulering i Danmark.

Kernen i Christians rådgivning er at kombinere et indgående kendskab til juraen med en stærk kommerciel forståelse og derved sikre, at klientens mål nås sikkert og hurtigt.

Christian leder Kromann Reumerts specialegrupper for kapitalmarkedsret og Foreign Direct Investments (FDI).

Markante sager

Christian har rådgivet:

- SimCorps bestyrelse i forbindelse med frivilligt anbefalet overtagelsestilbud fremsat af Deutsche Börse (2023)
- Topdanmark i forbindelse med salget af Topdanmark Liv til Nordea (2022)
- Triton i forbindelse med erhvervelsen af Gaia Foods (2021)
- FLSmidth i forbindelse med accelereret book-building-udbud (2021)
- FLSmidth i forbindelse med erhvervelsen af ThyssenKrupp Mining Division (2021)
- Ørsted i forbindelse med salget af Radius i 2019 og 2020
- Novo Holdings blandt andet i forbindelse med investeringer i NREP og Synlab samt køb af Xellia Pharmaceuticals og Sonion
- Scandinavian Tobacco Group blandt andet i forbindelse med købet af Royal Agio (Holland) i 2019 og 2020

Christian Lundgren

Partner, København



Dir. +45 38 77 45 30

Mob. +45 40 74 37 75

cl@kromannreumert.com

Markante sager

Christian har rådgivet:

- Nordic Capital blandt andet i forbindelse med købet af Conscia i 2019
- de danske ejere i forbindelse med sammenlægningen af Widex og Sivantos (nu WS Audiology) i 2018 og 2019
- TDC i forbindelse med blandt andet overtagelsestilbud i 2005 og 2018
- NKT og Nilfisk i forbindelse med spaltning af NKT og selvstændig notering af Nilfisk i 2016 og 2017
- FLSmidth i en række transaktioner i Danmark og udlandet, herunder købet af Sandviks mining division i og salget af Cembrit i 2015
- bestyrelsen i Topdanmark i forbindelse med pligtmæssigt overtagelsestilbud i 2016
- Scandinavian Tobacco Group og de eksisterende ejere i forbindelse med IPO i 2016
- Ørsted (dengang DONG Energy) i forbindelse med IPO i 2016
- +10 danske C25 og large cap-selskaber om kapitalmarkedsretlige forhold, herunder oplysningsforpligtelser.

Christian Lundgren

Partner, København



Dir. +45 38 77 45 30

Mob. +45 40 74 37 75

cl@kromannreumert.com

Chambers Global 2023 | Corporate/M&A, Band 1

Multiple interviewees confirm that Christian Lundgren is "a market leader" and "definitely top-tier" with regard to his M&A and ECM prowess. He has experience of transactions in the energy and financial services sectors. Clients say that "he is very smart and good at dealing with complex transactions."

IFLR1000 2022 | M&A and Capital Markets, Market Leader

Christian Lundgren's title as "Market leader" is accompanied by the description: "Profound experience combined with pragmatism."

Chambers Global 2021 | Corporate/M&A, Band 1

Christian Lundgren boasts a top-tier practice that covers cross-border divestments, acquisitions and company set-ups. He is also noted for his experience of handling capital market transactions. "He's a fantastic lawyer and well known in the industry," a source says.

Chambers Global 2021 | Corporate/M&A, Band 1

Christian Lundgren boasts a top-notch practice that covers cross-border divestments, acquisitions and company setups. "He is a very strong and well-informed lawyer. I am always comfortable with the advice he is giving," a client enthuses.

IFLR1000 2021 | M&A and Capital Markets, Market Leader

Clients say that "Christian Lundgren has a smart, sharp legal mind. He is just the best lawyer in Denmark."

Legal 500 2020 | Commercial, Corporate & M&A, Leading Individual

Christian Lundgren is recommended as a leading individual within commercial, corporate and M&A.

Legal 500 2020 | Capital Markets, Leading Individual

Christian Lundgren has significant experience in this field and is still not afraid of using a common-sense approach to most questions. He is the star of the practice.

Chambers Global 2020 | Corporate/M&A, Band 1

Christian Lundgren is an experienced corporate lawyer, advising on public offers and acquisitions. He also assists clients with bookbuilds. Lundgren is described by sources as a "market leader," who according to clients is "intelligent, direct, focused and skilful."