



**AALBORG UNIVERSITY**  
DENMARK

**Aalborg Universitet**

### **Fonde med flere, sidestillede formål**

*Sørg for at nedskrive den saglige begrundelse, hvis fondens bestyrelse ikke begunstiger formålene lige meget*

Werlauff, Erik

*Published in:*  
din§jura

*Publication date:*  
2020

[Link to publication from Aalborg University](#)

*Citation for published version (APA):*

Werlauff, E. (2020). Fonde med flere, sidestillede formål: Sørg for at nedskrive den saglige begrundelse, hvis fondens bestyrelse ikke begunstiger formålene lige meget. *din§jura*, 2020(1), 3-6.

#### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- ? Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- ? You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- ? You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

#### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us at [vbn@aub.aau.dk](mailto:vbn@aub.aau.dk) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

# din § jura

APRIL 2020 – NR. 1

## Fonde med flere, sidestillede formål

- sørg for at nedskrive den saglige begrundelse, hvis fondens bestyrelse ikke begunstiger formålene lige meget..... Side 3

## Hvad er forskellen på det regulerede marked og en multilateral handelsfacilitet?

- særligt fra en selskabsretlig vinkel og for iværksættere og vækstselskaber ..... Side 7

## Revisionsprotokollen (2)

- hvad skriver selskabet herom i vedtægter og forretningsorden? ..... Side 15

# Fonde med flere, sidedstillede formål

- sørg for at nedskrive den saglige  
begrundelse, hvis fondens bestyrelse ikke  
begunstiger formålene lige meget

Af professor, dr. jur. Erik Werlauff, Aalborg Universitet

## Fonde med flere, sidestillede formål

- sørg for at nedskrive den saglige begrundelse, hvis fondens bestyrelse ikke begunstiger formålene lige meget

*Af professor, dr. jur. Erik Werlauff, Aalborg Universitet*

Hvis du har med fonde at gøre, er det vigtigt for dig at vide, at Højesteret for nylig afsagde en dom, som alle fondes bestyrelser bør kende konsekvenserne af. Det gælder, hvad enten der er tale om en erhvervsdrivende eller en ikke-erhvervsdrivende fond. Dommen angår en ikke-erhvervsdrivende fond, men det principielle i dommen gælder for begge typer fonde.

Hvor ofte møder du egentlig en fond, der kun har ét eneste formål (og når jeg her skriver "formål", mener jeg uddelingsformålet, dvs. hvad eller hvem støtter fonden med sine uddelinger)? Svaret er, at sådanne fonde med kun ét formål i virkeligheden er ret sjældne. De fleste fonde har flere formål. Selv en familiefond har ofte mulighed for at uddele til andre end familien, fx til almennyttige formål.

Hvis der således er flere formål, bør du vænne dig til at stille følgende helt centrale spørgsmål: Er disse formål rangordnet i fondens vedtægter (fundats)? Hvis de er rangordnet, så har fondens bestyrelse i denne henseende noget sikkert at holde sig til. Men hvis de ikke er rangordnet i vedtægterne (fundatsen), hvad gør man så?

Her har Civilstyrelsen som fondsmyndighed (tilsynsmyndighed) for de ikke-erhvervsdrivende fonde hidtil krævet, at der i hvert fald over nogen tid uddeles lige meget til de forskellige formål. Er der fx 3 formål, og uddeles der over nogle år fx i alt 3 mio. kr., ja så skal hvert af de 3 formål modtage uddelinger for ca. 1/3 af de 3 mio. kr., dvs. ca. 1 mio. kr. til hvert formål.

Fondsmyndigheden kan gå så vidt, at den ligefrem påbyder fondens bestyrelse at forøge uddelingerne til formål nr. 1 og tilsvarende at holde igen med eller eventuelt helt suspendere uddelingerne til formål nr. 2 og 3, indtil ligestillingen er genoprettet mellem de 3 formål (i mit eksempel).

Men så kom der en fond forbi, som stillede det klassiske juridiske spørgsmål: Hvor står dét? Eller sagt med mere juridiske ord: Hvor er hjemmelen til et sådant krav om millimeterretfærdighed?

Nu har Højesteret så besvaret dette spørgsmål, og svaret har meget stor og vidtrækkende, principiel betydning. Svaret er nemlig, at der ikke er en sådan hjemmel! Hverken den almindelige fondslov eller erhvervsfondsloven har et sådant krav, og der foreligger heller ikke en "fast administrativ praksis", som kan udgøre tilstrækkelig hjemmel.

Hvad så? Står fondenes bestyrelser dermed fuldstændig frit? Kan fondens bestyrelse i mit eksempel med de 3 ligestillede formål med rette sige: Nu giver vi alle uddelingerne hvert år til formål nr. 1, og vi giver intet til formål nr. 2 og 3? Svaret fra Højesteret er klogeligt, at så frit står fondenes bestyrelser dog heller ikke. Der skal være saglighed (man kunne sige: gode, fornuftige grunde) til ikke at give alle de 3 formål (fra mit eksempel) lige meget i uddeling.

Højesteret giver nogle grundsætninger herom, og de giver på én og samme tid en fornuftig fleksibilitet og beskytter samtidig det enkel-

te formål mod helt at blive udsultet (hvilket utvivlsomt ville være i strid med stifterens vilje, således som denne er kommet til udtryk i fondens vedtægter).

Om et øjeblik får du de grundsætninger, som Højesteret har opstillet, ligesom du selvfølgelig får nummer og findested på Højesterets dom, men først skal du lige have en "advarsel", som gælder for enhver, der deltager i beslutningerne og administrationen hos én eller flere fonde, det være sig som rådgiver, administrator eller medlem af fondens bestyrelse. "Advarslen" er som følger:

Sørg altid for, når fonden har flere ligestillede formål (og de er ligestillede, når de ikke er rangordnet i fondens vedtægt), at vedtage en kort, saglig begrundelse for, hvorfor netop dette formål nu skal begunstiges. Hold styr på, hvor meget der nu er uddelt til formål nr. 1, 2 hhv. 3, og hvis du fraviger ligheden, så sørg for at begrunde dette sagligt (og skriftligt).

I virkeligheden er det meget sundt at få dette krav om saglig begrundelse for fravigelse af ligheden, for det tvinger fondens bestyrelse, administrator m.fl. at tænke efter med hensyn til, hvorfor man giver mere til fx formål nr. 1 end til nr. 2 og 3.

Gem derfor Højesterets fornuftige retningslinjer; skriv dem eventuelt ind i fondens forretningsorden, så man altid kan finde dem.

Her er så Højesterets rettesnor for "ulighed" mellem flere, ligestillede formål:

Højesteret efterlod ikke prioriteringen til fondsbestyrelsens fuldstændig frie skøn. Højesterets præmisser med fremtidig vejledning for begge typer af fonde har 3 dybder/lag:

Første lag: Medmindre fondens vedtægter bestemmer andet, må der ikke ske en ensidig begunstiggelse af ét eller flere af en fonds formål frem for andre.

Andet lag: Der skal som udgangspunkt være en vis rimelig balance i uddelingerne til de forskellige uddelingsformål over en årrække.

Tredje lag: Fondsbestyrelsen skal sagligt og loyalt tilgodese de formål, der er opregnet i vedtægterne, og en eventuel uddeling af forskellige beløb til disse formål set over en årrække skal være rimelig og sagligt begrundet, fx i konkrete eller generelle uddelingsbehov inden for de forskellige uddelingsformål, opsparing til særlige formål eller lignende.

Og afslutningsvis får du her findestedet for Højesterets afgørelse: Ugeskrift for Retsvæsen (UfR) 2019.2657 H, Det Nissenske Familiefond (det er ikke en slåfejl; i ældre tid brugte man betegnelsen "et fond", hvor vi jo i dag normalt skriver "en fond").

P.S.: I Det Nissenske Familiefond var de to ligestillede formål følgende: a) udbetaling af årlige ydelser til efterkommere af fondens stifter og b) støtte til almennyttige formål. Det er næppe vanskeligt at forestille sig, hvad fondens stifter ville have foreskrevet, hvis man ved fondens etablering havde spurgt ham, hvad der skulle være et primært hhv. et sekundært formål, men ligesom i mange andre fonde blev de to uddelingsformål fastlagt i vedtægterne uden nogen indbyrdes rangordning.

Dermed er dommen også en klar påmindelse til advokater, revisorer og andre rådgivere, der medvirker til at stifte en fond: Hvis der skal være flere formål, bør man overveje, om de bør rangordnes indbyrdes, og meget ofte vil det være stifterens svar, at det skal de. Hvis de nemlig ikke rangordnes, er de (i princippet: for tid og evighed) sidestillede – og dermed opstår hele den foran behandlede diskussion.

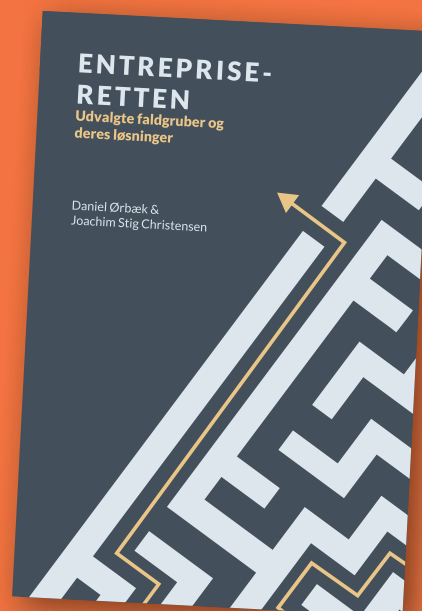
**Erik Werlauff**

# Entrepriseretten

- udvalgte faldgruber og deres løsninger

*Af Daniel Ørbæk &  
Joachim Stig Christensen*

Bogen er en helt ny fremstilling, der behandler en række udvalgte faldgruber samt disses løsninger indenfor det entreprise- og kontraktretlige emnefelt. Fremstillingen er hovedsageligt baseret på spørgsmålet om, hvad der skal til, for at et konkret forhold i en entrepriseaftale reguleres bedst muligt.



**Pris: 275 kr.**

Se flere titler på  
[Werlauff-publishing.com](http://Werlauff-publishing.com)

Bogen formår på 54 sider at behandle følgende relevante emner:

- 1) entreprenørens ydelse
- 2) ekstra arbejder
- 3) direkte krav
- 4) konfliktløsning



**Hvad er forskellen på det  
regulerede marked og en  
multilateral handelsfacilitet?**

**- særligt fra en selskabsretlig vinkel og  
for iværksættere og vækstselskaber**

Af cand.merc.(jur.) *Sabrina Nicolai*, Aalborg Universitet

# Hvad er forskellen på det regulerede marked og en multilateral handelsfacilitet?

## - særligt fra en selskabsretlig vinkel og for iværksættere og vækstselskaber

*Af cand.merc.(jur.) Sabrina Nicolai, Aalborg Universitet*

Der er adskillige muligheder for at rejse kapital for vækstselskaber – nogle muligheder mere bekvemme end andre. For alle selskaber gør det sig gældende, at der er spørgsmål, der bør overvejes, inden det ene alternativ vælges frem for det andet.

Iværksættere og vækstselskaber møder gerne udfordringer, når der skal rejses kapital i selskabet. Bankerne står almindeligvis ikke i kø hertil, og alternativet kan være venturekapital, business angels, private investorer mv. (forbundet med den risiko for iværksætteren, at en tung investor stiller sig ved roret og vil bestemme).

Én mulighed kunne være er at lade sig børsnotere og dermed hente den risikovillige kapital i markedet.

Hvis valget bliver en børsnotering, følger de næste overvejelser i en slipstrøm. Først og fremmest: Hvilken markedsplads skal man noteres på? Skal det være det regulerede marked? Eller vil man starte i det lidt mindre og lade selskabet notere på en multilateral handelsfacilitet (MHF)?

En MHF er dét, som mange i daglig tale kender som en minibørs, et vækstmarked mv. Et SMV-vækstmarked bør læseren notere sig som en overbygning med lidt flere krav tilk selskabet, end det er tilfældet med reguleringen af den lidt lempeligere MHF.

Nærværende artikel behandler forskellen mellem det regulerede marked og en MHF, for-

trinsvis fra en selskabsretlig vinkel i forbindelse med modning af selskabet til den kommende børsnotering.

### **MHF - en kort introduktion**

I daglig tale slynger fagfolk gerne om sig med ord som det regulerede marked, en multilateral handelsfacilitet, et SMV-vækstmarked, en OHF mv. Men hvad er alt dette reelt, og hvad er egentlig forskellen på det regulerede marked og en MHF?

Hvad er forskellen på, om et selskab er noteret på det regulerede marked eller hos en multilateral handelsfacilitet, måske på et SMV-vækstmarked. Og ikke mindst: Hvad betyder det for investor? Er det den samme regulering, der gør sig gældende for de to typer af handelspladser, og kan en investor forvente at finde den samme gennemsigthed?

MHF'erne blev indført som et juridisk element til at strukturere de mange små, uautoriserede handelspladser rundt om i Europa og for at tilbyde et alternativ til kapitalfremskaffelse i forhold til det regulerede marked. Tanken var og er at skabe en markedsplads med lempeligere krav, for derved at imødekomme vækstselskabernes behov for risikovillig kapital, men med lempeligere vilkår end på et reguleret marked.

MHF'en blev meget hurtigt efter introduktionen populær rundt omkring i Europa, særligt som følge af MHF'erens lempeligere regler i forhold til det regulerede marked. Med tiden frem-



gik det dog i det praktiske liv, at det var blevet en anelse for lempeligt, og man forsøgte derfor med MiFID II-reglerne at stramme lidt mere op. MiFID II trådte i kraft 3. januar 2018 og er implementeret i dansk lov ved kapitalmarkedsloven.

Læseren vil allerede gennem disse frem-og-tilbage manøvrer bemærke, at kunsten hele tiden er at finde en fornuftig balance mellem hensynet til selskabet og kravene til dets oplysninger, gennemsigtighed kontra hensyn til investorerne og deres behov for oplysninger. Det skal være nemt at være MHF-noteret, men det nytter jo ikke noget at gøre det så nemt, at investorerne bliver væk. Balancen er vigtig!

MiFID II indførte to nye slags markedspladser: et SMV-vækstmarked og en organiseret handelsfacilitet:

- Et SMV-vækstmarked er en overbygning til en MHF, og SMV-vækstmarkedet er særligt egnet til vækstelskaber (små og mellemstore selskaber). På et SMV-vækstmarked skal der opfyldes en række supplerende krav, set i forhold til MHF-kravene. Disse øgede krav skal øge investorbeskyttelsen og gøre disse markeder særligt attraktive for nye investorer. Denne mulighed er her i Danmark implementeret gennem kapitalmarkedsloven, som nu giver mulighed for, at en MHF kan registreres som ("opgraderes" til) et SMV-vækstmarked.
- En organiseret handelsfacilitet (OHF) er en handelsplads for snart sagt alt andet end aktier, nemlig f.eks. obligationer, derivater (optioner, futures mv.), emissionskvoter(!) og såkaldte "strukturerede" finansielle produkter.

OHF'en behandles ikke yderligere i nærværende artikel, men jeg vil gerne behandle OHF'erne i en senere artikel, for selv om OHF'er for viderekomne, vil de utvivlsomt få større og større praktisk betydning for alle andre typer finansielle instrumenter end aktier.

Liger nu skal vi se nærmere på kravene til et SMV-vækstmarked – som altså er en tilføjelse eller overbygning til den multilaterale handelsfacilitet (MHF'en).

En MHF kontra en SMV-vækstmarked – hvad er forskellen?

En eksisterende MHF-operatør, herunder f.eks. en værdipapirhandler, der driver en MHF, kan lade sig registrere som et SMV-vækstmarked, hvis MHF'en – selvsagt ud over stadig at efterleve kravene til driften af en MHF (kapitalmarkedslovens kapitel 17-19) – også efterlever de yderligere krav til et SMV-vækstmarked (lovens kapitel 21).

Driften af et SMV-vækstmarked må først påbegyndes, når Finanstilsynet har godkendt det (det gælder i det hele taget, at alt, hvad vi taler om inden for markeder, vækstmarkeder etc., kræver godkendelse fra Finanstilsynet, ligesom det er tilfældet med pengeinstitutter mv.).

De specifikke krav til et SMV-vækstmarked findes i kapitalmarkedslovens § 111. Overordnet fremgår det heraf, a) at mindst 50 pct. af de selskaber, der er noteret på en MHF, der er SMV-vækstmarked, skal være små og mellemstore selskaber, og b) at markedsværdien for det enkelte selskab gennem de seneste 3 kalenderår skal have været under 200 mio. euro baseret på kursværdien (altså ikke nominelle aktiebeløb, men kursværdien). – Disse talmæssige krav måles ved årets udgang på det tidspunkt, hvor MHF'en blev godkendt af Finanstilsynet som SMV-vækstmarked, og i hvert kalenderår derefter, jf. kapitalmarkedslovens § 110.

På en MHF, der driver et SMV-vækstmarked, skal der være fastsat passende kriterier for hhv. den første notering af et selskab samt for de efterfølgende noteringer (efterfølgende noteringer må antages at omfatte både udstedelse af nye aktier gennem kapitalforhøjelse, og også anmodning af allerede udstedte aktier fra en anden aktieklasse, som hidtil har været unoterede, til nu at blive noterede på markedet).

MHF'en skal sikre sig, at der er tilvejebringes passende oplysninger omkring selskabet også efter noteringen, så kommende investorer kan træffe deres beslutninger om køb eller salg på et gennemsigtigt grundlag.

Der skal tillige aflægges løbende regnskaber og et revideret årsregnskab. Markedsmisbrugsforordningen (MAR) skal følges, herunder også det vigtige krav om straksoffentliggørelse af markedsrelevante oplysninger. MHF'en skal desuden sikre, at der er de nødvendige kontrolforanstaltninger for at sikre, at MAR overholdes, jf. nærmere kapitalmarkedslovens kapitel 21.

Det må sikkert undre den skarpsindige læser, at de noterede selskaber (udstederne) på et SMV-vækstmarked skal følge MAR. Det skal udstederne også på en MHF, der ikke er et SMV-vækstmarked. MAR er med andre ord en forordning, der skal følges af de noterede selskaber (udstederne) på både 1) et reguleret marked, 2) på en MHF og 3) på en MHF, der driver et SMV-vækstmarked. Man kan udtrykke det sådan, at MAR i sin egenskab af kapitalmarkedets grundlæggende "bibel" er så vigtig, at de forskellige markeder på tværs af deres type skal efterkomme MAR. Eller sagt på en anden måde er MAR så væsentlig, at den er vigtigere end ønsket om lettelser og "liberalisering" på MHF-markederne i forhold til de regulerede markeder.

Lad mig for en ordens skyld benytte dette sted til at erindre en dansk læser om, at alle de forpligtelser for et noteret selskab, som man tidligere kunne læse om i den danske lovgivning (tidligere i værdipapirhandelsloven, nu i kapitalmarkedsloven), ikke længere står i nogen dansk lov, men i en "EU-lov", nemlig i en EU-forordning: MAR (market abuse regulation = markedsmisbrugsforordningen). Husk venligst også, at en forordning (regulation) gælder direkte og skaber både ret og pligt for borgere, virksomheder og myndigheder. Når vi ønsker at læse om pligterne til straksoffentliggørelse, om forbuddet mod markedsmanipulation etc., skal vi læse i MAR, ikke i kapitalmarkedsloven. Kun en række specielt danske supplerende regler, f.eks. at tilsynsmyndigheden herhjemme er Finanstilsynet, finder vi ikke i selve forordningen, men i dansk lov.

Nu tilbage til MHF'erne og til de MHF'er, som er registreret som SMV-vækstmarkeder:

Med de her nævnte supplerende krav til et SMV-vækstmarked står det altså klart, at et SMV-vækstmarked er en overbygning til en MHF, således at MHF'en som markedsplads så markedsplads kan vælge at signalere, at den ønsker at skabe mere gennemsigtighed i markedet. Dette signal sender MHF'en altså ved at vælge at blive opgraderet til et SMV-vækstmarked (men altså fortsat som MHF).

Det kunne efter min opfattelse overvejes, om det for SMV-vækstmarkeder burde være obligatorisk at tilbyde en due diligence (foretaget af en uafhængig tredjepart) af det enkelte selskab, der søger notering på et SMV-vækstmarked.

Forskellen mellem et reguleret marked (en "fondsbørs") og en multilateral handelsfacilitet (MHF)

Grundlæggende er handelssystemet for en MHF hhv. et SMV-vækstmarked og det regulerede marked det samme system. Forskellen mellem det regulerede marked og en MHF skal derfor findes i reguleringen. Reguleringen for en MHF hhv. et SMV-vækstmarked og dens udstedere er mere lempelig end på et reguleret marked.

En a) MHF kan drives af enten en værdipapirhandler eller en markedsoperatør, hvorimod b) et reguleret marked kun kan drives af en markedsoperatør; punktum. Også af denne årsag er fondsmæglerselskaberne (kapitalmarkedets kamæleon!) også interessante i denne henseende, idet et fondsmæglerselskab vil kunne bruges til at drive en MHF hhv. et SMV-markedsmarked. Der er imidlertid så meget interessant at sige om fondsmæglerselskaberne, at dette må reserveres til en senere artikel i din§jura.

En MHF hhv. et SMV-vækstmarked muliggør reelt en børsnotering for vækstselskaber, men på en mindre skala end det regulerede marked (en "fondsbørs"). Derfor det tidligere i artiklen anvendte udtryk: "en mini-børs".

Forskellen mellem optagelse til handel og notering på et reguleret marked og på en multilateral handelsfacilitet fremgår meget tydeligt i de indledende faser af en optagelse til børsnotering, hvor selskabet skal modnes til at blive

udbudt til investorerne i markedet. Dette gælder særligt i forhold til reguleringen omkring selskabets nye vedtægter, generalforsamling, overtagelsesregler mv.

Selskabsloven har et stort udbud af bestemmelser, der komplicerer tilværelsen for selskaber på et reguleret marked, hvorimod det er yderst begrænset, hvad der forefindes af regulering i selskabsloven for selskaber på en MHF. Helt præcist nævnes MHF'en i to paragraffer:

Af selskabslovens § 5 fremgår en definition af en MHF, og i lovens § 55, stk. 3, tildeles Erhvervsstyrelsen retten til at foretage ændringer i den pågældende paragraf. De ændringer kan, såfremt de foretages, også påvirke en MHF. Hvormed selskaber der er noteret på en MHF, rent selskabsretligt i bred forstand må betragtes som unoterede selskaber.

Rent selskabsretligt kan fremhæves bestemmelserne for generalforsamling, indkaldelse, registreringsdato mv., hvoriblandt der er særskilte bestemmelser, som et regulere marked skal følge, men som "andre" selskaber blot kan følge. Blot eksempelvis begunstiger bestemmelserne om indkaldelse af generalforsamlingen ikke investorerne i et MHF-noteret selskab.

Hvis selskabet skal noteres på en MHF, kan Rulebook hos den pågældende MHF kræve, at selskabet tilpasser sine vedtægter i overensstemmelse med de tilsvarende bestemmelser for selskaber, der er noteret på et reguleret marked. Hvis et sådant krav ikke fremgår af Rulebook, skal selskabets vedtægter blot som minimum følge selskabslovens bestemmelser og anvisninger – som jo netop ikke inddrager selskaber, der er børsnoteret på en MHF.

Det står selskabet og dets generalforsamling frit at indføre bestemmelser i vedtægterne, der stemmer overens med reglerne for det regulerede marked, dvs. at påtage sig forpligtelser som dem, der efter selskabsloven gælder for selskaber på et reguleret marked.

Hverken transparansdirektivet, takeoverdirektivet eller aktionærrettighedsdirektivet gælder for selskaber, der er noteret på en MHF. Dette

indebærer blandt andet, at kravet om overholdelse af aktionærrettighedsdirektivets regler om vederlagspolitik og vederlagsrapport (selskabslovens § 139, § 139 a og § 139 b) ikke finder anvendelse for selskaber, der er noteret på en multilateral handelsfacilitet, – medmindre MHF'ens Rulebook angiver et sådant krav, alternativt at selskabet af egen fri vilje har påtaget sig at følge de pågældende regler.

Som alternativ til de manglende takeoverregler for MHF'er har Sverige etableret takeoverregler for visse handelsplatforme. Noget sådant er ikke indført i Danmark, så medmindre der er taget højde for det i Rulebook'en for den konkrete MHF, gælder kun de selskabsretligt opstillede takeoverregler, jf. 9/10-indløsningsreglen i selskabslovens i § 70.

Den lempeligere regulering af MHF'erne i forhold til de regulerede markeder (børserne) fremgår som nævnt særligt tydeligt, når et selskab selskabsretligt skal modnes til et blive optaget til handel på en MHF.

Som investor bør man være opmærksom på den due diligence, der foretages af det enkelte selskab inden en børsnotering. Nogle MHF'ere udbyder en sådan ydelse via uafhængige tredjemænd, således at due diligence varetages af en uafhængig part. Andre MHF'ere har den service hos deres interne parter.

Hvad bør du være opmærksom på som selskab, når du vil optages til handel og notering på en MHF

Som selskab bør du være opmærksom på dit hjemmearbejde og dit kommende samarbejde med investorerne i markedet. Du bør overveje at sammenfatte din introduktion på markedet (dvs. dit IPO = initial public offer) med alt, hvad sig dertil hører, så IPO'en er så oplysende og gennemsigtig som muligt. Det er formentlig ikke kun én gang, der skal rejses kapital via markedet, og derfor bør du som selskab skal tænke på at gøre dine "spilteori"-signaler og "gentagne spil"-signaler gennemsigtige for markedet – dermed vil markedet også vise dig tillid.

Til eksempel er det ilde set i Sverige, at selskaber lige op til en notering begynder at foretage selskabsretlige fifflerier, f.eks. med warrants, der tilgodeser eksterne parter, mellemmand etc. Lad være – du skal som noteret selskab hhv. kandidat til notering vise dig værdig til markedets tillid.

Sørg også for, at der er indgået en lock-up-agreement med større præ-investorer, der måske har fået deres aktier til en favørpris for at deltage. Med en sådan karens-aftale sikres det, at der ikke sælges ud af aktierne på første handelsdag til en favorabel, højere pris i markedet.

Selskabet er ikke tjent med julelege som de her nævnte, og generelt er det et dårligt signal at sende til markedet. Mange af de her bestemmelser fungerer måske for et reguleret marked, blot ikke for MHF'en.

Ligeledes skal man også gøre sig overvejelser om forskellen mellem børsmarkedet, en private placement og en M&A-process. Selskabet og dets rådgivere bør gøre sig overvejelser om at bringe aktiemarkedet ind som en medspiller, der kan bidrage til kapitaltilførsler over tid (og også her er tillid og stabilitet vigtige elementer). Her kan nævnes et eksempel som kommende milestones, hvor selskabet forventer at skulle bruge ny kapital til den fremtidige vækst: Orienter markedet om dette allerede i memorandummet hhv. prospektet allerede ved optagelsen til notering på MHF-markedet!

Hvis man fordeler sin kapitaltilførsel over tid, flytter man sig rent spilteoretisk fra ét spil til flere spil: Ved kun ét spil vil man have incitament til at tilrane sig så meget som muligt på de mest mulige favorable vilkår – for én selv. Anderledes er det ved gentagne spil; her vil den enkelte aktører have et stærkere incitament til ikke at "snyde" sin medspiller, for man skal jo spille/handle med ham igen.

Ovenstående kan med fordel overvejes i stedet for at rejse en kæmpe kapital up-front. Fordel rejnsningen af ny kapital over tid i overensstemmelse med selskabets kommende milestones, som selskabet skal bruge kapitalen til; fordel kapitalrejsningen ud over en tidslinje.

Ovenstående kunne være én af mange muligheder til at eliminere noget af den asymmetriske information, der florerer i markedet.

Hvad bør du være opmærksom på som investor ved et MHF-noteret selskab?

For at fremhæve et par enkelte overvejelser kan følgende nævnes. Ud over selvfølgelig at have gransket memorandum hhv. prospekt grundigt og have orienteret sig i selskabet mv. skal investor ligeledes være opmærksom på, hvilken MHF selskabet er noteret på, og i hvilket land. Til trods for fælles EU-lovgivning kan der være forskelle i landenes kapitalmarkedsretlige infrastruktur, og dermed forskelle på investormarkedet, f.eks. med hensyn til kapitalvolumen, maredspladsen mv. Sidstnævnte kan enten tilgodese investoren eller lade det være op til den lempelige regulering at lade handlen udspille sig. Tillige skal investor orientere sig i MHF'ens Rulebook.

I Sverige er der desuden en uafhængig service, IPO-guiden, den analyserer hver eneste børsnotering, kapitalrejsningen på børsen, rådgiverne, markedspladsen mv. Hermed kan investor danne sig et overblik, ikke blot i nuet, men tillige rent historisk. IPO-guiden analyserer også de danske selskaber, der noterer sig i Danmark, men udbyder aktier til det attraktive svenske investormarked.

Perspektivering: Kunne man forestille sig, at MHF'erne bliver forvist til bænken?

– til fordel for, at man udelukkende udbyder et regulerede markeder?

Denne artikel har haft fokus på selskabslovens bestemmelser i forbindelse med modning af et selskab til handel og notering på en MHF.

Med et fokus på selskabsloven, omend af overordnet karakter, kunne nærværende artikel godt fremstå en anelse MHF kritisk, men dette er langt fra tilfældet. MHF'en som juridisk instrument til at indgå handler synes ikke at være årsagen til de udfordringer, vi oplever i Danmark med vores MHF'er; snarere er det infrastrukturen omkring MHF'en, der ikke fungerer.

Umiddelbart synes det omsonst overhovedet at overveje ovenstående titel, for hvad er det så, Danmark vil tilbyde vækstselskaberne og iværksætterne, der ikke er i investorens interessefelt? -Skal de resterende søge kapital hos en MHF på det svenske marked, der er underlagt samme EU-regulering som en MHF på det danske marked?

Tillader man sig selv at rette opmærksomheden mod det modne svenske aktiemarked, er sagen en helt anden. Vækstselskaberne nyder godt af denne lempeligere vej til børsmarkedet, og der er mange selskaber noteret på de svenske MHF'ere.

De svenske vækstselskaber nyder godt af MHF markedet, og på det svenske marked synes en MHF langt fra at være en saga blot.

### **Opsummering**

Forskellen mellem det regulerede marked og en multilateral handelsfacilitet (MHF) manifesterer sig tydeligt i forbindelse med noteringsprocessen. Hvis selskabet skal noteres på en MHF hhv. et SMV-vækstmarked, skal selskabet rent selskabsretligt følge selskabslovens mindstekrav til vedtægter mv., ligesom selskaberne skal indføre de bestemmelser, som den enkelte MHF hhv. det enkelte SMV-vækstmarked har indført i deres respektive Rulebook.

Når de har opnået handel og notering, skal de iagttage forskrifterne i MAR (markeds-misbrugsforordningen), herunder kravene til straksoffentliggørelse af markedsrelevante nyheder for selskabet.

I artiklen foreslås en systematiseret ordning for due-diligence-undersøgelse af selskabet forud for optagelse til handel og notering på en MHF hhv. et SMV-vækstmarked.

I artiklen overvejes de mulige årsager til, at det svenske MHF-marked blomstrer og er populært hos både selskaber og investorer. Da hovedsigtet med artiklen imidlertid har været et andet, må en nærmere analyse af, hvordan to lande under den grundlæggende samme EU-retlige ramme i hvert fald hidtil har haft så forskellige resultater med MHF-markederne, vente til en kommende analyse/artikel mv. – Det er forfatterens opfattelse, at der ligger bogstavelig talt en guldgrube af muligheder for kapitalførsel til små og mellemstore virksomheder, hvis man kan lære af den svenske succes.

**Sabrina Nicolai**

*Erik Werlauffs*

3. udgave af

# VALG AF VIRKSOMHEDSFORM

er et nyttigt redskab for rådgivere, studerende og undervisere, der ønsker overblik over (A) virksomhedsformerne og (B) hensynene ved valg af virksomhedsform. Der gennemgås alle de relevante former, hvorunder man kan vælge at drive sin erhvervsvirksomhed, og for hver enkelt type af virksomhed gennemgås de væsentligste hensyn, der bør indgå ved valget.



**Pris: 400 kr.**

Se flere titler på  
[Werlauff-publishing.com](http://Werlauff-publishing.com)

Werlauff § jura

# Revisionsprotokollen (2)

- hvad skriver selskabet  
herom i vedtægter og  
forretningsorden?

Af professor, dr. jur. *Erik Werlauff*, Aalborg Universitet

din § jura

2020

# Revisionsprotokollen (2)

## - hvad skriver selskabet herom i vedtægter og forretningsorden?

*Af professor, dr. jur. Erik Werlauff, Aalborg Universitet*

Læserne af din §jura vil fra det foregående nummer erindre, at revisionsprotokollen ikke længe er lovpligtig, undtagen i samfundsøkonomisk vigtige selskaber som finansielle virksomheder, børsnoterede selskaber og statslige aktieselskaber (PIE-virksomheder = public-interest enterprises).

Det spørgsmål, der skal søges besvaret i denne artikel, er, hvordan selskabet træffer valget mellem at vælge eller at fravælge revisionsprotokol, og hvad selskabet skriver herom i vedtægter og forretningsorden.

Dette er ikke blot en formalitet, men derimod et vigtigt spørgsmål for ejerne og ledelsen af selskabet, der bør sikre sig, at selskabets bestyrelse til enhver tid får den bedst mulige information fra revisor om vigtige forhold.

Først en kort opsamling af, hvad der gælder, når revisionsprotokol nu for langt de fleste selskaber ikke længere er lovpligtig:

Da revisor fortsat skal rapportere en lang række forhold til selskabets ledelse, når revisionen er afsluttet, betyder dette, at afskaffelsen af revisionsprotokollen reelt blot er udtryk for en liberalisering af meddelelsesformen. Da andre lande ikke har begrebet revisionsprotokol, og da EU hverken har reguleret spørgsmålet eller planlagt noget sådant, var det kun et spørgsmål om tid, før den traditionelle danske protokolpligt blev afskaffet.

I alle andre virksomheder end PIE-virksomheder beror det derfor på aftale mellem selskabet og revisor, hvordan revisor foretager sin rap-

portering til selskabets ledelse. I nogle virksomheder har man indtil videre holdt fast ved en revisionsprotokol, utvivlsomt fordi det er en indgroet og veletableret dansk tradition; i andre virksomheder anvendes der management letters, dvs. ledelsesbreve, fra revisor til ledelsen. Der ses også anvendt en kombination af revisionsprotokol suppleret med ledelsesbreve om særligt vigtige spørgsmål.

Forhold, hvorom rapportering fra revisor til ledelse er relevant, er i det mindste følgende:

- Relevante begivenheder efter balancedagen
- Forbehold og fremhævelser i revisionspåtegningen
- Manglende overholdelse af love og øvrig regulering
- Betydelige mangler i virksomhedens interne kontrolmiljø
- Ikke-korrigerede fejl og deres indvirkning på regnskabet
- Manglende samarbejdsvilje fra ledelsens side
- Væsentlige fejl i primo-balancen
- Usædvanlige transaktioner med nærtstående parter
- Mistanke om eller konstaterede besvigelser
- Usikkerhed om fortsat drift



Om både en revisionsprotokol og om ledelsesbreve (management letters) gælder det, at de i modsætning til selskabets årsrapporter ikke er offentligt tilgængelige. En revisionsprotokol hhv. et ledelsesbrev er revisors meddelelsesmiddel til det øverste ledelsesorgan, og protokollaterne hhv. ledelsesbrevene rummer derfor bemærkninger og eventuelle advarsler, som kan være til nytte for bestyrelsen, men som ikke er af en sådan karakter, at de har givet sig udslag i forbehold eller supplerende bemærkninger i revisors påtegning på årsrapporten.

Hvis revisor fx vil henlede selskabets opmærksomhed på, at bogholderi- og kassefunktionen i selskabet ikke er tilstrækkeligt adskilt, og at der principielt kan være en risiko for selskabet herved, er et revisionsprotokollat hhv. et ledelsesbrev det relevante sted at meddele selskabet dette fra revisors side.

Som årene gik, blev revisionsprotokollater stadig mere omfangsrige, og der er næppe tvivl om, at dele af den traditionelle tekst har været rutinstof, grænsende til copy-and-paste fra år til år. I den forstand vil man næppe savne revisionsprotokollater, men rapporteringer fra revisor til ledelse vil altid være nødvendige, og det er derfor blot et spørgsmål om at finde den mest egnede form og stil.

Ud fra erfaringer fra efterhånden talrige retssager om ledelses- og/eller revisoransvar må man tilføje, at det, der bevismæssigt ofte bliver stående efter en drøftelse i bestyrelsen af et revisionsprotokollat hhv. et ledelsesbrev, er protokollatet hhv. ledelsesbrevet selv, ikke de modererende drøftelser, der eventuelt fandt sted herom, og som det kan være vanskeligt at bevise indholdet af under en retssag, der normalt vil komme frem til mundtlig hovedforhandling en årrække efter, at protokollatet blev skrevet af revisor og derefter drøftet mellem revisor og bestyrelse og direktion.

Hvis der er kritiske bemærkninger, fremadrettede anbefalinger mv. i et revisionsprotokollat hhv. ledelsesbrev, er det derfor vigtigt, at spørgsmålet drøftes indgående, beslutning træffes om, hvad der konkret skal gøres, og dette protokolles udførelse i bestyrelsens forhandlingsproto-

kol – som bestemt ikke er blevet gjort valgfri for selskabet, og bestemt heller ikke bliver det.

Et revisionsprotokollat skal underskrives af samtlige medlemmer af bestyrelsen eller tilsynsrådet, jf. SL § 129 som citeret ovenfor. Samme praksis bør følges, hvis selskabet ikke anvender revisionsprotokol, men ledelsesbreve (management letters). Ikke-tilstedeværende medlemmer skal underskrive protokollen hhv. ledelsesbrevet efterfølgende.

Når selskabet eller dets rådgiver gennemgår bestyrelsens forretningsorden med henblik på ajourføring, er der her et væsentligt emne at forholde sig til: Skal selskabet aftale revisionsprotokol eller ledelsesbreve med revisor? Hvilken fremgangsmåde skal bestyrelsen følge, når protokollater hhv. ledelsesbreve behandles i bestyrelsen? Hvis der anvendes ledelsesbreve, bør det så foreskrives, at disse underskrives i samme omfang, som hvis der havde været tale om en revisionsprotokol, jf. SL § 129?

Bestyrelsesmedlemmerne skal naturligvis ikke blot underskrive, men også læse protokollatet hhv. ledelsesbrevet. Under en eventuel civilretlig ansvarssag kan det komme bestyrelsesmedlemmer til skade, hvis de ikke satte sig ind i de gode råd, revisor gav dem gennem revisionsprotokollater hhv. ledelsesbreve, fx om særlige tabrisici eller kontrolmæssige svagheder.

Selskabet kan beslutte, at der skal føres en revisionsprotokol, også selv om selskabet er undtaget fra revisionspligt. En sådan beslutning og aftale med revisor kan fx være relevant, hvis selskabet har aftalt, at revisor foretager ”udvidet gennemgang” eller review af selskabets årsrapporter.

Manglende advarsel i revisionsprotokollat hhv. ledelsesbrev kan efter omstændighederne påføre revisor erstatningsansvar, nemlig hvis et tab kunne være undgået gennem en sådan advarsel i tide.

Når selskabet i samråd med revisor har overvejet, hvad der taler for hhv. imod anvendelse af en revisionsprotokol, og selskabets bestyrelse har truffet beslutning herom, bør det overvejes,

hvad selskabet bør skrive herom i sine interne regelsæt.

### **Herom nærmere følgende:**

Hvis der overhovedet ønskes skrevet noget herom i vedtægterne, kan det eventuelt blot være en bemærkning om, at selskabets bestyrelse i samråd med direktion og revisor beslutter, i hvilket omfang der til brug for meddelelser fra revisor til bestyrelse anvendes revisionsprotokol og/eller andre meddelelsesmidler, såsom bestyrelsesbreve mv.

Detaljer herom bør findes i forretningsordenen. De tidligere anvendte typiske bestemmelser, hvorefter ”bestyrelsen under hvert bestyrelsesmøde får forelagt revisionsprotokollen og underskriver denne, når der har været tilføjelser, som dokumentation for at have gjort sig bekendt med protokollatet”, bør i dag udformes i flere trin, nemlig således (gerne under overskriften fx: ”Revisionsprotokol, ledelsesbreve mv.”):

1) Skal der være en revisionsprotokol? 2) Hvis ja, skal der da også anvendes andre meddelelsesmidler, fx bestyrelsesbreve, som supplement til revisionsprotokollen? 3) I begge tilfælde suppleret med en bestemmelse som den netop citerede (“... under hvert bestyrelsesmøde forelagt ...”).

4) Hvis nej til revisionsprotokol, hvad anvendes der da, fx bestyrelsesbreve? 5) Der suppleres med en bestemmelse som den netop citerede (“... under hvert bestyrelsesmøde forelagt ...”), nu blot omfattende bestyrelsesbreve i stedet for revisionsprotokol.

Det kan være hensigtsmæssigt at tilføje, at bestyrelsesbreve mv. skal være fortløbende nummereret, svarende til pagineringen af siderne i en revisionsprotokol.

Revisionsprotokollen (nogle gange med tilføjesen: ”... hvis revisor fører en sådan”, andre gange uden) er nævnt følgende steder i selskabsloven: § 93 om generalforsamling, der tvangsindkaldes af Erhvervsstyrelsen; § 129 med kravet om underskrivelse af nye tilførsler til protokollen; § 130 om kravene til forretningsordenen; § 147, stk. 2, med kravet til revisor om at påse, at selskabet fører protokoller mv.

**Erik Werlauff**

**HJEMMESIDE:**

www.dinjura.com

**REDAKTIONSPANEL:**

**Anders Larsen**

wp@werlauff-publishing.com

**Erik Werlauff**

erik@werlauff.com

**ISSN NR:**

2445-9208

**UDGIVES AF:**

Werlauff Publishing A/S

www.werlauff-publishing.com

wp@werlauff-publishing.com

**CVR:**

28699123

**ABONNEMENT:**

Gratis abonnement ved tilmelding igennem

www.dinjura.com

**Citation:** [2020] nummer 1

**Copyright:** © 2020 Werlauff Publishing A/S

Bidrag sendes til wp@werlauff-publishing.com

Werlauff § jura