

Aalborg Universitet

Kandidatspeciale, Cand.merc.aud.

- Capital Markets

Tilliden til



First North

Afleveringsdato: 31. maj 2020

Vejleder: Erik Werlauff

Udarbejdet af:

Poul Erik Sørensen & Steffen Heebøll Nygaard

Titelblad

FAKULTET

Det Samfundsvidenskabelige Fakultet

INSTITUTION

Aalborg Universitet

STUDIERETNING

Revision, Cand. Merc. Aud.

- *Specialisering i kapitalmarkedet*

SEMESTER

10. Semester

FAG

Kandidatspeciale

VEJLEDER

Erik Werlauff

AFLEVERINGSDATO

31. maj 2020

ANTAL NORMALSIDER:

323.276 anslag (134,7 sider)

Poul Erik Sørensen

31.05.2020

Poul Erik Sørensen

Dato

Steffen Nygaard

31.05.2020

Steffen Heebøll Nygaard

Dato

Abstract

Small and medium-sized companies/organisations in Denmark are to a great extent experiencing difficulties in achieving the required and desired funding for their operations. In continuation hereof, it is especially relevant to focus on multilateral trading facilities, which are market places that encompass small and medium-sized companies in particular. In Denmark, only one multilateral market place exists known as 'First North'. However, First North has for several years experienced difficulties in establishing the market place as an attractive investment for companies and investors. This can be largely attributed to the fact that, from a historical perspective, First North has been subject to many scandals primarily due to a lack of quality from the companies involved. These scandals have caused the public trust in the market place to decline, which is something that First North is still affected by today.

On May 15th 2014, the MiFID II Directive was adopted. The adoption of the MiFID II Directive was implemented as a means to uncover risks regarding the financial markets to a greater extent in order to further increase the public trust in the capital market, including the multilateral trading facilities. The majority of the MiFID II Directive has been implemented in the Danish legislation in the form of a new capital market law. The capital market law entered into force on January 3rd 2018 and contains, among other areas, regulations regarding multilateral trading facilities.

This thesis will examine to what extent the MiFID II Directive, including the capital market legislation, has affected the public trust of First North. By employing a legal methodology, it will be established throughout the thesis that issues still surround the uncovering of relevant risks pertaining to market places alike First North despite the implementation of the capital market law and thereby also the directive's implementation in Danish legislation. This notably showcases that the implementation of the MiFID II Directive in Danish legislation reflects a lack of transparency. The understanding of capital market law's implementation of the regulations regarding multilateral trading facilities in general is ambiguous which causes a lack of precision and clarification of relevant conditions. This implies that uncertainty surrounding the dispositions of the individual company arises which in turn impedes the preservation of the quality of the market place and thereby also its public trust.

Furthermore, the thesis will from a law and economics methodology standpoint illustrate that the public trust of First North can be improved should the interests of the public and the public's protections be taken into consideration to a higher extent, rather than the companies' opportunity to become noted in the market place. The strategy in Sweden has, as opposed to the Danish strategy, significantly focused more on the quality of the involved initiated companies rather than the quantity. This strategy has proven

useful since multilateral trading facilities in Sweden are experiences a higher success rate than that of Denmark. In order to achieve an efficient and prudent operation of a multilateral trading facility in Denmark, a legitimate balance between the dispensation of demands and the quality of the market place needs to be in place.

Indholdsfortegnelse

TITELBLAD	0
ABSTRACT	0
BEGREBSDEFINITION OG FORKORTELSER.....	6
INTRODUKTION.....	8
INDLEDNING.....	8
PROBLEMFELT	10
PROBLEMFORMULERING	13
AFGRÆNSNING	13
METODE.....	14
<i>Projektets opbygning og tillidsbegrebet</i>	<i>15</i>
<i>Teoretiske overvejelser</i>	<i>17</i>
KAPITEL 1: MULTILATERAL HANDELSFACILITET	19
1.1 UNIONSRETSLIGE REGLER	19
1.1.1. <i>Fra MiFID II til KAPML.....</i>	<i>21</i>
1.2. HVAD ER EN MHF?.....	22
1.3. MHF'ER I DANMARK	23
1.4. MHF'ER I SVERIGE.....	23
1.5. HVEM KAN DRIVE EN MHF?	24
KAPITEL 2: OPERATØR	26
2.1. DRIFTEN AF EN MHF	26
2.1.1. <i>Operatørens oplysningsforpligtelser.....</i>	<i>26</i>

2.1.2. Hensigtsmæssig og betryggende drift	27
2.1.2.1. Organisatoriske krav	28
2.1.3. Risici	28
2.1.3.1. Ressourcer	29
2.1.3.2. Underretning til Finanstilsynet.....	29
2.1.4. Suspension og sletning	30
2.1.5. Gebyrstruktur.....	31
2.2. DANSK OG SVENSK MiFID II	31
2.2.1. Medlemsadgang til en MHF.....	32
2.2.2. Ordreudførelse.....	33
2.2.3. Risici	34
2.2.4. Konklusion på oversættelsesforskelle.....	34
2.3. SMV-VÆKSTMARKED	35
2.3.1. Driften af et SMV-vækstmarked	36
2.3.2. Tillid.....	36
2.4. DELKONKLUSION KAPITEL 2.....	37
KAPITEL 3: UDSTEDER.....	38
3.1. FIRST NORTHS REGELSÆT.....	39
3.1.1. Optagelse til handel på First North	39
3.1.1.1. Optagelsesprocessen	41
3.1.1.2. Optagelseskrav	44
3.1.1.3. Substantielle ændringer vedrørende udstederen	53

3.1.1.4. Gebyr og betaling	54
3.1.1.5. Oplysningskrav til operatøren og den certificerede rådgiver	57
<i>3.1.2. Prospekt og virksomhedsbeskrivelse.....</i>	<i>58</i>
3.1.2.1. Hypefactors virksomhedsbeskrivelse	66
<i>3.1.3. Certificerede rådgivere</i>	<i>69</i>
3.1.3.1. Generelle krav til certificerede rådgivere	70
3.1.3.2. Den certificerede rådgivers funktion og forpligtelser i den forbindelse	77
3.1.3.3. Fratagelse af retten til at være certificeret rådgiver	81
<i>3.1.4. Særligt vedrørende Sverige</i>	<i>83</i>
3.1.4.1. First North i Sverige.....	83
3.1.4.2. Spotlight Sverige.....	84
3.2. DELKONKLUSION	87
KAPITEL 4: TILSYN	89
4.1. INTERNT TILSYN	89
4.1.1. Tilsyns- og disciplinærprocessen	91
4.1.2. Særligt vedrørende tilsyn med den certificerede rådgiver	93
4.1.3. Hvem er de interne organer i forbindelse med tilsyns- og disciplinærprocessen?	94
4.1.4. Sanktionsmuligheder og øvrige administrative beslutninger	95
4.1.4.1. Sanktionsmuligheder vedrørende udstedere.....	96
4.1.4.2. Sanktionsmuligheder vedrørende den certificerede rådgiver.....	98
4.1.4.3. Inddragelse af sager	98
4.1.5. Særligt vedrørende Sverige	100

4.1.5.1. First North i Sverige.....	100
4.1.5.2. Spotlight	103
4.1.6. Delkonklusion	104
4.2. EKSTERNT TILSYN	104
4.2.1. Finanstilsynet	104
4.2.1.1. Tilsynsvirksomhed	105
4.2.1.2. Reaktions- og sanktionsmuligheder.....	106
4.2.1.3. Offentliggørelse af afgørelser	108
4.2.1.4. Beføjelser som tilsynsmyndighed	108
4.2.2. Erhvervsstyrelsen	109
4.2.3. Parter og Klager.....	110
4.2.4. Delkonklusion	111
KAPITEL 5: ANALYSE AF SPØRGESKEMAINTERVIEWS	112
5.1. MENINGSKONDENSERING.....	112
5.1.1. Udstedere på First North	112
5.1.2. Udstedere på Spotlight	114
5.2. KRITIK AF SPØRGESKEMAUNDERSØGELSE	115
KAPITEL 6: INFRASTRUKTUR.....	117
KAPITEL 7: DISKUSSION AF INFRASTRUKTUREN	128
7.1. PRÆSTATIONSKLØFTEN	128
7.2. RIMELIGHEDSKLØFTEN	133
KAPITEL 8: DISKUSSION AF KVALIFICERET UDSTEDER.....	135
KAPITEL 9: KONKLUSION	138

BIBLIOGRAFI	140
FIGUROVERSIGT.....	146
TABELOVERSIGT.....	147
BILAG 1 – PROSPEKT/VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE.....	148
BILAG 2 – SPØRGESKEMA TIL Udstedere på FIRST NORTH COPENHAGEN	149
BILAG 3 - SPØRGESKEMA TIL DANSKE Udstedere på FIRST NORTH STOCKHOLM OG SPOTLIGHT.....	151
BILAG 4 - BESVARELSE 1 fra Udsteder på FIRST NORTH COPENHAGEN	153
BILAG 5 - BESVARELSE 2 - KONSOLIDATOR A/S – NOTERET PÅ FIRST NORTH COPENHAGEN	156
BILAG 6 – BESVARELSE 3 fra Udsteder på FIRST NORTH COPENHAGEN	160
BILAG 7 – BESVARELSE fra Udsteder på SPOTLIGHT	163

Begrebsdefinition og forkortelser

Forkortelser

<i>ESMA</i>	The European Securities and Markets Authority
<i>First North</i>	First North Growth Market Copenhagen
<i>First North Stockholm</i>	First North Growth Market Stockholm
<i>IFRS</i>	International Financial Reporting Standards
<i>MHF</i>	Multilateral Handelsfacilitet
<i>OHF</i>	Organiseret Handelsfacilitet

Lovforkortelser

<i>FIL</i>	Lov om finansiel virksomhed
<i>KAPML</i>	Kapitalmarkedsloven
<i>SL</i>	Selskabsloven
<i>VPHL</i>	Værdipapirhandelsloven
<i>ÅRL</i>	Årsregnskabsloven

Direktivforkortelser

<i>MAD</i>	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF om insi- derhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)
<i>MiFID I</i>	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter
<i>MiFID II</i>	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU om markeder for finansielle instrumenter

Forordningsforkortelser

<i>MAR</i>	Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) Nr. 596/2014 om markedsmisbrug
<i>MiFIR</i>	Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 om markeder for finansielle instrumenter
<i>Prospektforordningen</i>	Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) Nr.2017/1129 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked.

Traktatforkortelser

<i>TEU</i>	Traktaten om Den Europæiske Union (Karnov Group Denmark A/S, 2020a)
<i>TEUF</i>	Traktaten om Den Europæiske Unions Funktionsmåde (Karnov Group Denmark A/S, 2020b)

Introduktion

Indledning

Det kræver som udgangspunkt finansiering, når små- og mellemstore virksomheder eksempelvis ønsker at accelerere sin vækst. Denne finansiering kan optræde som enten fremmedkapital i form af gæld fra eksempelvis banker eller kreditinstitutter, eller som risikovillig (egen) kapital fra virksomhedsejere og eventuelle investorer.

I januar 2019 udarbejdede FSR en rapport omhandlende finansiering hos små- og mellemstore virksomheder, med udgangspunkt i en spørgeskemaundersøgelse af 114 godkendte revisorer.

Undersøgelsen viser, at de adspurgte revisorer vurderer, at det er svært for små- og mellemstore virksomheder at få den tilstrækkelige finansiering, eksempelvis via lån fra banker og kreditinstitutter. Ifølge rapporten er det specielt nystartede virksomheder og virksomheder med en levealder på 1-4 år, som har sværest ved at få adgang til finansiering (FSR, 2019a, s. 3). Kun 2% af de adspurgte revisorer i spørgeskemaundersøgelsen oplever, at små- og mellemstore virksomheder ikke har svært ved at få den ønskede finansiering (FSR, 2019a, s. 5). Dette kan der være flere årsager til.

58% af de adspurgte revisorer vurderer, at den væsentligste årsag til manglende finansiering fra banker og kreditinstitutter er, at der opleves en stramning af kreditvilkårene hos disse, når de skal udstede lån til små- og mellemstore virksomheder. Af andre væsentlige årsager til, at små- og mellemstore virksomheder har svært ved at få finansiering fra banker og kreditinstitutter, kan nævnes manglende sikkerhed i virksomheden, manglende sikkerhed fra virksomhedens ejere, samt manglende indtjening i virksomheden (FSR, 2019a, s. 6). I forlængelse heraf fremgår det af rapporten, at 66% af de adspurgte revisorer i spørgeskemaundersøgelsen vurderer, at der over det seneste år er sket en stigning eller en kraftig stigning i kravet til sikkerhed hos banker og kreditinstitutter ved låneudstedelse til små- og mellemstore virksomheder. Revisorerne er blevet spurgt om tilsvarende vedrørende store virksomheder, hvor blot 33% svarer, at de vurderer, at der over det seneste år, er sket en stigning eller en kraftig stigning (FSR, 2019a, s. 7).

Før at små- og mellemstore virksomheder kan få finansiering fra banker og kreditinstitutter, forventes det at den enkelte virksomhed kan imødekomme det stadigt stigende krav om sikkerhed, samt dokumentere den soliditet og lønsomhed, som skal til for at blive vurderet kreditværdig. Dette oplever en lang række små- og mellemstore virksomheder dog vanskeligheder ved at imødekomme, hvilket kan have konsekvenser for den enkelte virksomhed.

I rapporten fra FSR vurderer 46% af de adspurgte revisorer, at den aktuelle adgang til finansiering hæmmer vækstmulighederne for små- og mellemstore virksomheder i Danmark (FSR, 2019a, s. 2). I forlængelse heraf peger 35% på, at en manglende finansiering for små- og mellemstore virksomheder har den konsekvens, at den pågældende virksomhed, som oplever manglende finansiering vil vokste langsommere, hvorimod 34% vurderer, at væksten helt udebliver. Ingen af de adspurgte revisorer mener, at det ingen konsekvenser har, hvis små- og mellemstore virksomheder ikke kan få finansiering. For nystartede virksomheder, og virksomheder mellem 1 og 4 år, er konsekvenserne endnu mere vidtgående ifølge spørgeskemaundersøgelsen. 41% af undersøgelsens respondenter vurderer nemlig, at det har den konsekvens, at disse virksomheder må lukke ned, i tilfælde af manglende finansiering (FSR, 2019a, s. 4).

Det er dermed afgørende for den enkelte virksomheds fremtidsperspektiv, at den opnår den ønskede og tilstrækkelige finansiering. Er dette ikke tilfældet kan det betyde at virksomhedens vækst stagnerer, helt udebliver, eller i værste tilfælde, at virksomheden må lukke ned. Som det tidligere er beskrevet, er det svært for små- og mellemstore virksomheder at opnå denne finansiering fra banker og kreditinstitutter, selvom finansiering tydeligvis er essentiel for virksomhedernes fremtidige eksistensgrundlag. Der eksisterer dog andre muligheder end banker og kreditinstitutter, hvorfra små- og mellemstore virksomheder kan opnå den krævede og ønskede finansiering.

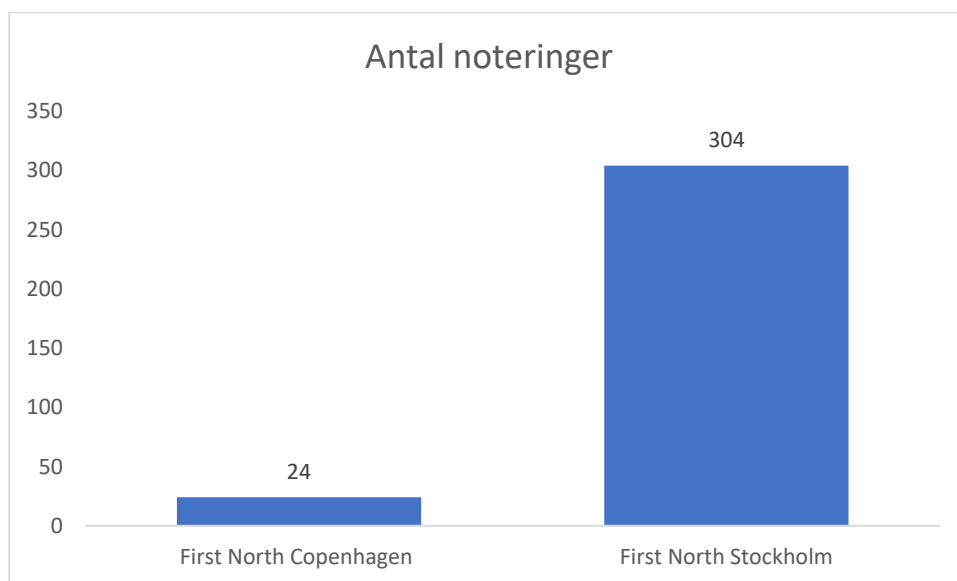
Små- og mellemstore virksomheder har mulighed for at søge mod alternativ finansiering, trods afslag hos banker og kreditinstitutter. Med alternativ finansiering skal forstås finansiering, som ikke er foretaget af banker eller kreditinstitutter. I en anden rapport af FSR, som ligeledes er udarbejdet på baggrund af en spørgeskemaundersøgelse foretaget hos godkendte revisorer, fremgår det, at kun 2% af respondenterne i spørgeskemaundersøgelsen svarer, at sine SMV-kunder slet ikke søger mod alternative finansieringsmuligheder. Til sammenligning vurderer 26% af de adspurgte revisorer, at sine SMV-kunder i høj grad eller i meget høj grad søger mod alternative finansieringsformer i forhold til banker og kreditinstitutter (FSR, 2019b, s. 2). Det fremgår endvidere, at 67% af respondenterne vurderer at årsagen til, at små- og mellemstore virksomheder søger mod alternativ finansiering, skyldes afslag i banken. Den næstmest hyppigst svarende årsag til, at små- og mellemstore virksomheder søger alternativ finansiering, vurderes ifølge de adspurgte revisorer at være små- og mellemstore virksomheders manglende mulighed for at stille den påkrævede sikkerhed for den efterspurgte finansiering (FSR, 2019b, s. 4).

På baggrund af ovenstående fremstår det, at der foreligger et reelt behov hos små- og mellemstore virksomheder om alternative finansieringsformer, blandt andet som konsekvens af afslag hos banker og kreditinstitutter, samt manglende mulighed for sikkerhedsstillelse i den forbindelse. Små- og mellemstore virksomheder lader sig i et bredt omfang dog ikke bremse af afslag hos eksempelvis banken, men søger i stedet andre steder hen for at få sikret sig den ønskede finansiering. En måde hvorpå små- og mellemstore virksomheder kan rejse den ønskede kapital, er gennem en børsnotering.

Problemfelt

Når man snakker børsnotering, da ledes tankerne umiddelbart hen på større selskaber. Ikke desto mindre er det dog stadig en kapitalvej for små- og mellemstore virksomheder. Anvendte markedspladser for mindre virksomheder er typisk MHF'er. I Danmark er markedet for MHF'er begrænset, og udgøres udelukkende af First North Copenhagen.

First North er også tilstedeværende i Sverige. Sammenlignet med First North i Stockholm fremstår First North Copenhagen tilnærmelsesvis inaktiv, hvilket figur 1 underbygger. Det fremgår af figuren, at der er mere end 300 selskaber noteret på First North i Stockholm i februar 2020, hvorimod at der på First North i København blot er noteret 24 selskaber.



Figur 1: Antal noteringer i Danmark sammenlignet med Sverige. Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af (Nasdaq, 2020h).

Ydermere skal det med i ligningen, at Sverige har flere minibørser, herunder Spotlight, også kendt som AktieTorget. Som det fremgår af figur 1, er antallet af noteringer på First North Copenhagen markant lavere, sammenlignet med et identisk marked i Sverige. Sverige er ganske vist et land med en større befolkning sammenlignet med Danmark. Men ikke desto mindre er forskellen stadig markant. Som det fremgår af tabel 1, er den svenske befolkning 74% større end den danske, hvorimod at antallet af noteringer på First North i Sverige er 1167% større end antallet af noteringer på First North Copenhagen.

	Sverige	Danmark	Forskel i %
Befolkningstal	10.121.686	5.811.413	74%
Noteringer	304	24	1167%

Tabel 1: Forskel på befolkningstal og antal af noteringer i Danmark og Sverige. Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i (Danmarks Statistik , 2020) (Globalis, 2020).

Den manglende gennemslagskraft for danske minibørser har betydet at flere danske virksomheder er draget til Sverige, med det formål at blive børsnoteret. Siden 2014 er mindst 19 danske små- og mellemstore virksomheder blevet noteret i Sverige på enten First North Stockholm eller Spotlight (Finans Danmark, 2019, s. 3). Det faktum at danske små- og mellemstore virksomheder søger mod Sverige for at rejse kapital via en børsnotering, er en indikation om, at First North Copenhagen ikke er tilstrækkeligt attraktiv. Tiltrækningskraften vedrørende First North over for danske små- og mellemstore virksomheder er noget nær ikkeeksisterende.

Der er et uforløst potentiale vedrørende kapitalmarkedet i Danmark for små- og mellemstore virksomheder og muligheden for at fremskaffe alternativ finansiering på en MHF. Som det blev beskrevet i indledningen, kan det have konsekvenser for den enkelte virksomheds fremtidige vækst, hvis den har svære betingelser for at få anskaffe sig den nødvendige vækstkapital. Endvidere kan det have konsekvenser på et større samfundsøkonomisk plan eftersom, at små- og mellemstore virksomheder tilsammen står for halvdelen af den samlede beskæftigelse i Danmark (Danmarks Statistik, 2019). Hvis en række små- og mellemstore virksomheder er tvunget til at tilbageholde investeringer grundet manglende muligheder for at rejse den nødvendige kapital, da vil det være en reel risiko, at en del af disse ikke vil vækste i fremtiden eller måske ligefrem vil lukke.

Dette vil i så fald påvirke samfundsøkonomien i en negativ retning (Finans Danmark, 2019, s. 3-4).

På nuværende tidspunkt præsterer det danske marked for MHF'er på et niveau, som gør det mindre attraktivt, for små- og mellemstore virksomheder at lade sig notere sammenlignet med, hvorledes det forholder sig i Sverige. Det faktum at MHF'er ikke præsterer i Danmark, kan have konsekvenser for små- og mellemstore virksomheder her i landet, men også samfundet som helhed. Én af de væsentligste årsager til at First North mangler tiltrækningskraft vedrørende nye udstedere og offentligheden, skyldes en manglende offentlig tillid til markedspladsen.

Der skal ikke mange internetsøgninger af "First North" til for at kunne konstatere en manglende offentlig tillid til First North Copenhagen. Der findes et hav af artikler fra diverse nyhedsmedier samt citater fra fremstående erhvervsfolk i Danmark, der underbygger denne påstand. Som eksempel herpå kan fremhæves artikler med titler som *"Tilliden til minibørsen First North smuldrer"* (Johnsen, 2008), *"Tilliden til First North forsvinder"* (Jungmann, 2008) og *"Nanocover svækker tilliden til First North"* (Pedersen, 2010). Sidstnævnte artikel indeholder ligeledes følgende udtalelser fra daværende direktør af Dansk Aktionærforening, Linda Overgaard:

*"Det er problematisk, at der er nogle brodne kar, der gør, at private investorer ikke længere har tillid til First North. Det risikerer at svække tilliden til First North, og det synes jeg er problematisk."*¹

*"First North er et godt tiltag, fordi det giver mindre selskaber, ofte med et lokalt udgangspunkt, mulighed for at komme på børsen."*²

*"Jeg håber, at First North viser sig levedygtig i fremtiden og ender med at blive en sund børs. Jeg synes, det er et godt element i det danske aktiemarked, fordi det giver muligheder for nogle, der ellers ikke ville blive børsnoterede."*³

¹ Citat af: Linda Overgaard, (Pedersen, 2010).

² Citat af: Linda Overgaard, (Pedersen, 2010).

³ Citat af: Linda Overgaard, (Pedersen, 2010).

Linda Overgaard understreger derved, at tilliden til First North på daværende tidspunkt var ikkeeksisterende, men at der er et reelt behov for opretholdelsen af First North. På baggrund af ovenstående artikler og citater fremgår det tydeligt, at tillidsfaldet til First North er et udtryk for udstedernes manglende kvalitet.

Alle de førnævnte artikler og citater er fra før vedtagelsen af MiFID II direktivet. Det forekommer derfor interessant at undersøge hvorledes vedtagelsen og implementeringen af MiFID II-direktivet i Danmark har indvirkning på den offentlige tillid til First North.

Problemformulering

Afhandlingens problemformulering er formuleret som følgende:

Hvorledes har MiFID II-direktivet indvirkning på den offentlige tillid til First North og hvad kan der fremadrettet gøres for at forbedre den offentlige tillid hertil?

Afgrænsning

Denne afhandling omhandler markedspladstypen multilaterale handelsfaciliteter, herunder også SMV-vækstmarkeder. Dermed afgrænses der fra de øvrige typer af markedspladser, der fremgår af MiFID II-direktivet og KAPML.

Afhandlingen afgrænses yderligere til udelukkende at have fokus på aktier. Dermed inddrages øvrige finansielle instrumenter, samt de dertilhørende reguleringer ikke i indeværende afhandling.

KAPML indeholder langt størstedelen af den danske implementering af MiFID II-direktivets bestemmelser vedrørende MHF'er. De reguleringsretslige bestemmelser, der indgår i indeværende afhandling, er derfor hovedsageligt KAPML's bestemmelser vedrørende MHF'er, samt referencer til artikler og præambelbetragtninger i MiFID II. Dermed afgrænses afhandlingen i vid udstrækning fra at omhandle øvrige gældende forordninger, direktiver og bekendtgørelser inden for problemformuleringens undersøgelsesområde.

Endvidere afgrænses afhandlingen til hovedsageligt at omhandle Danmark, herunder First North Copenhagen. Dette betyder at der i vid udstrækning ikke foretages omfattende inddragelser af øvrige MHF'er i Unionen. Dog inddrages Sverige, herunder First North Stockholm og Spotlight i mindre omfang. Dette sker i nogle konkrete eksempler og sammenhænge, hvor Sverige kan anvendes som inspiration i Danmark. Denne afgrænsning afspejles ligeledes i forhold til inddragelse af MiFID II, da den danske sprogversion hovedsageligt anvendes. Den svenske sprogversion af MiFID II anvendes i mindre grad til opnåelse af forståelse og inspiration af relevante forhold i Sverige.

Afhandlingens undersøgelsesområde i forbindelse MHF'er vedrører udelukkende følgende aktører: operatøren, udstederen og nationale tilsynsmyndigheder. I den forbindelse inddrages kun de reguleringer og bestemmelser, som er relevante for samspillet mellem disse aktører i relation til afhandlingens definerede tillidsbegreb. Dette betyder, at medlemmers handelsvilkår og den almene investorbeskyttelse i overvejende grad ikke indgår i afhandlingen, hvorved at First Norths regler for medlemmer og brugere endvidere ikke belyses. Endvidere har afhandlingen et begrænset fokus på informations- og oplysningsforpligtelserne til offentligheden, hvilket blandt andet betyder at udstedernes informations- og oplysningskrav i udpræget grad ikke indgår i afhandlingen.

Afhandlingen tager endvidere udgangspunkt i udstedere som udelukkende noteret på én markedsplads. I forbindelse hermed foreligger der ikke en undersøgelse af om den enkelte udsteder er noteret på andre markedspladser, hvorved at bestemmelserne, som i den forbindelse gør sig gældende, ikke medtages i afhandlingen.

I afhandlingen belyses i overvejende grad virksomhedsbeskrivelser, hvorved at de reguleringsmæssige bestemmelser vedrørende prospekter, herunder EU-vækstprospekter, i vid udstrækning ikke behandles.

Metode

Formålet med afhandlingen er blandt andet at undersøge, hvilken indvirkning MiFID II har på den offentlige tillid til First North og om tilliden potentielt kan forbedres yderligere. I indeværende afhandling kombineres den juridiske metode med den retsøkonomiske metode for at undersøge, analysere og besvare problemformuleringen. Den anvendte, metodiske tilgang udspringer af den gængse litteratur inden for de to fagområder, samt forfatterens uundgåelige egne opfattelser af de metodiske tilgange.

Inden for den juridiske metode anvendes den retsdogmatiske metode. Metodens formål er at udlede gældende ret og praksis inden for et givent emne (Werlauff L. L., 2016, s. 248). Dette opnås ved at systematisere, beskrive og fortolke gældende retskilder og regler. Retsdogmatisk fortolkning skal forstås som den anvendelse domstolene og enhver anden, som er blevet forelagt en juridisk problemstilling, følger (Nielsen, 2017, s. 29-30). Den retsdogmatiske metode anvendes i indeværende afhandling til at finde frem til, hvad gældende ret og praksis er i forbindelse med reguleringerne af de udvalgte aktører vedrørende MHF'er i Danmark.

Der vil i et mindre omfang blive anvendt komparativ metode under den retsdogmatiske analyse. I den komparative metode sammenlignes og analyseres observerede fænomener inden for et forud defineret analyseområde. Metoden anvendes til at analysere efter tendentielle ligheder og forskelle vedrørende relevante forhold (Boje, 2020). Den

komparative metode anvendes i indeværende afhandling til analyse af, om Danmark kan drage inspiration fra Sverige vedrørende MHF'er.

Efter at den gældende ret og praksis er udledt gennem den juridiske metode anvendes den retsøkonomiske metode. Økonomiske betragtninger anvendes i denne sammenhæng til at påvise effekten af den gældende retstilstand, samt udlede eventuelle rets-politiske udsagn om alternative løsninger eller hensigtsmæssige ændringer vedrørende MHF'er (Munk-Hansen, 2018, s. 147). Der indgår endvidere et spørgeskemainterview i afhandlingens retsøkonomiske analyse. Spørgeskemainterviews udarbejdes for at opnå indsigt og forståelse af problemstillinger igennem en eksplorativ undersøgelse (Hansen, 2017, s. 57-59). Efterbehandlingen af spørgeskemainterviewet er baseret på menings-kondenseringsmetoden. Ved meningskondensering kategoriseres besvarelser i meningsenheder. Meningsenhederne fortolkes efterfølgende for at danne generaliserede udsagn og antagelser (Hansen, 2017, s. 62-63).

Projektets opbygning og tillidsbegrebet

Indeværende afsnit er udarbejdet for at give læseren en forståelse for afhandlingens struktur. I følgende afsnit vil der endvidere redegøres for, hvorledes den offentlige tillid til First North er defineret i afhandlingen eftersom, at den offentlige tillid til First North er et helt centralt omdrejningspunkt.

Tillidsbegrebet er i indeværende afhandling defineret som det fremgår nedenfor.

Offentligheden har tillid til en given udsteder, når denne udsteder er kvalificeret⁴. Omvendt er der ikke tillid til udstederen, når denne er ikke-kvalificeret. I forbindelse hermed er der en direkte sammenhæng mellem den offentlige tillid til den enkelte udsteder og den offentlige tillid til markedspladsen som helhed. Sammenhængen mellem den offentlige tillid til den enkelte udsteder og markedspladsen er defineret således:

Jo flere kvalificerede udstedere der er noteret på markedspladsen, herunder også i et givent historisk perspektiv, des bedre er den offentlige tillid hertil.

⁴ Definition af en kvalificeret udsteder: En udsteder som efterlever markedspladsens regelsæt, er i indeværende afhandling defineret som værende kvalificeret. I et senere kapitel behandles denne definition nærmere.

Som følge af ovenstående definition til markedspladsen som helhed, kan det udledes at følgende ligeledes gør sig gældende:

Jo flere ikke-kvalificerede udstedere der noteret på markedspladsen, herunder også i et givent historisk perspektiv, des dårligere er den offentlige tillid hertil.

Det er irrelevant for afhandlingens undersøgelsesområde at have fokus på tidsperioden for det historiske perspektiv, eftersom at det i højere grad er væsentligt at offentligheden på baggrund af henholdsvis kvalificerede og ikke-kvalificerede udstedere danner sig positive og negative forventninger vedrørende markedspladsen.

På baggrund af ovenstående definition af tillidsbegrebet relateret til First North, er det endvidere essentielt at have for øje, at afhandlingens undersøgelsesområde ikke omfatter hvorledes offentligheden bliver bekendt med om en udsteder er kvalificeret eller ej, og om offentligheden i tilstrækkelig grad har mulighed for at foretage en retvisende vurdering af heraf.

Til at forklare hvorledes læseren bør opfatte opretholdelsen af den offentlige tillid til First North, har forfatterne udformet følgende illustration, se figur 2.



Figur 2: Aktørerne, der opretholder tilliden til First North. Kilde: Egen tilvirkning.

Figur 2 illustrerer hvorledes den offentlige tillid til First North opretholdes. Som beskrevet oven for afhænger den offentlige tillid til First North af kvaliteten, og dermed stabiliteten af skamlens ben, som har til formål at sikre skamlens stabilitet. Når First North har en høj grad af stabilitet, giver det offentligheden incitament til at sætte sig på skamlens ben. "Sætte sig" skal i denne sammenhæng forstås som en metafor for, at offentligheden tør at foretage investeringer i de noterede selskaber på First North. Såfremt skamlens ben ikke i tilstrækkelig grad er stabil, da har offentligheden lavere tillid hertil, hvorved at de i mindre grad tør "sætte sig". I forbindelse med tillidsforholdet imellem skamlens aktører anvendes betegnelserne blind tillid og berettiget tillid. Blind tillid dækker over, at der dannes forventninger til en given aktør på et uoplyst grundlag. I modsætning hertil dækker berettiget tillid over, at der dannes forventninger til en given aktør på et oplyst grundlag.

Denne sammenhæng imellem skamlens ben og offentligheden, vil være det gennemgående tema for opfattelsen af det tillidsforhold, der ønskes undersøgt i afhandlingen. I forbindelse hermed vil der forekomme analyser af hvorledes de regulerende og relevante bestemmelser, har indvirkning på "de tre ben", og hvorledes dette påvirker den offentlige tillid til First North. Denne analyse leder op til en diskussion af hvorledes tilliden til First North potentielt kan styrkes.

Tillidsbegrebet i indeværende afhandling afgrænses fra de psykologiske aspekter, der indgår heri, som eksempelvis "nærhed".

Teoretiske overvejelser

De teoretiske overvejelser, som lægger forud for projektet beskrives i indeværende afsnit. Der forekommer en redegørelse af de anvendte teorier, som er anvendt til projektets retsøkonomiske analyse. Endvidere forekommer der en redegørelse af, hvorledes disse teorier bidrager til besvarelsen af problemformuleringen.

Agent Principal

I afhandlingen anvendes agent-principal-teorien til analyse. Teorien omhandler relationer inden for det finansielle og kan anvendes til at undersøge og analysere forholdet mellem "principals" og "agents". Teoriens omdrejningspunkt er relationer mellem parten, som uddelegerer opgaver og den modtagende part. Principaler tildeler opgaver til sine agenter med et ønske om, at opgaven udføres tilfredsstillende. Der kan dog opstå en relationskonflikt mellem agenten og principalen. I den forbindelse er det principalens opgave at give agenten incitament til at løse den uddelegerede opgave efter principalens ønske (Sornn-Frise, 2007, s. 125).

I afhandlingen anvendes agent-principal-teorien til at analysere sammenhænge mellem aktørerne på First North, hvorefter disse sammenhænge diskuteres.

Teorien anvender to centrale begreber, asymmetrisk information og amoralsk adfærd. Asymmetriske informationer er en betegnelse for, at agenter og principaler ikke har samme viden eftersom, at principalen ikke har mulighed for at opnå fuldkomment kendskab til agenten og resultaterne og konsekvenserne af dennes handlinger. Dette kan resultere i at agenten videregiver asymmetrisk information til principalen (Sornn-Frise, 2007, s. 126).

Idet principalen ikke direkte kan monitorere agentens arbejdsindsats, kan der endvidere opstå skjulte handlinger, også kaldet amoralsk adfærd ifølge denne teori. Agenten kan i den forbindelse udnytte sine relationer med principalen til at opnå fordele på trods af modstridende interesser fra principalen (Sornn-Frise, 2007, s. 135).

Forventningskløften

Teorien om forventningskløften udspringer af tillidsforholdet mellem offentlighedens forventninger til en revisors arbejde. I den sammenhæng foreskriver teorien, at der er uoverensstemmelser mellem offentligheden forventninger til revisorens arbejde, og revisorens egentlige ansvar, hvorved at der opstår en forventningskløft. I tilfælde hvor forventningen til revisorens arbejde er uberettiget eller urimeligt, vil det modarbejde revisorens rolle som offentlighedens tillidsrepræsentant på trods af, at revisoren imødekommer sit ansvar (Bøg & Kiertzner, 2007, s. 14).

Teorien kan, efter forfatterens opfattelse, tilsvarende belyse forventningskløften imellem First North og offentligheden. Forventningskløften er i den forbindelse et udtryk for manglende offentlige tillid til First North, hvilket udspringer af, at markedspladsen i vid udstrækning ikke har efterlevet offentlighedens forventninger. Forfatterens opfattelse af teorien kan endvidere anvendes på de to underbetegnelser af teorien, "rimelighedskløften" og "præstationskløften" (Bøg & Kiertzner, 2007, s. 15).

Rimelighedskløften anvendes i afhandlingen til at diskutere, om offentlighedens tillid til First North er rimelig og berettiget.

Præstationskløften opererer i to underkategorier. Disse to underkategorier består af henholdsvis "utilstrækkelige regulering" og "utilstrækkelige præstation" (Bøg & Kiertzner, 2007, s. 15). I afhandlingen anvendes disse underkategorier til diskussion af, om offentlighedens manglende tillid til First North beror i manglende reguleringer eller manglende præstationer.

Kapitel 1: Multilateral handelsfacilitet

I dette kapitel fremgår en redegørelse af de unionsretslige regler i forbindelse med vedtagelsen og anvendelsen af forordninger og direktiver. Der fremgår endvidere en præsentation af MiFID II, samt hvorledes vedtagelsen medførte en ny kapitalmarkedslov i Danmark. Efterfølgende belyses samspillet mellem MiFID II og KAPML. Derudover klarlægges nogle essentielle definitioner, der bidrager til forståelsen af relevante betegnelser, som anvendes igennem afhandlingen. Herefter klarlægges det, hvem der har mulighed for at drive en MHF. I forbindelse hermed forekommer en mindre analyse af, hvorledes operatøren af en MHF potentielt kan påvirke tilliden hertil. Ydermere indeholder indeværende kapitel en kort præsentation af MHF'er i henholdsvis Danmark og Sverige.

1.1 Unionsretslige regler

Den Europæiske Union har 28 medlemsstater, herunder Danmark. Unionen er et overnationalt samarbejde med en fælles unionsret. Danmark tiltrådte Den Europæiske Union ved tiltrædelsesloven⁵, hvilket forbinder dansk ret med unionsretten. Unionsretten spiller i dag en vigtig rolle inden for næsten alle juridiske discipliner, herunder også på kapitalmarkedsområdet (Trzaskowski, 2013, s. 45 og 49).

I unionsretten findes der flere typer af regler. Flere af disse forskellige typer kan i realiteten overlappe hinanden. Traktaterne repræsenterer i den forbindelse, regeltypen på det højeste niveau.

Det er på dette niveau loyalitetsprincippet blandt andet er blevet vedtaget. Loyalitetsprincippet sikrer, at Unionen og medlemsstaterne respekterer og støtter hinanden i gennemførelsen af de opgaver, der følger af traktaterne. Medlemsstaterne skal ifølge princippet træffe alle de almindelige eller særlige foranstaltninger, der skal til for at opfylde de forpligtelser, som følger af traktaterne eller retsakterne, der vedtages af Unionens institutioner. Medlemsstaterne skal i den forbindelse samtidig sikre, at disse foranstaltninger ikke kan bringe Unionens mål i fare jf. TEU art. 4, stk. 3. På trinnet lavere findes forordninger, direktiver, afgørelser, henstillinger og udtalelser. TEUF art. 288 kan i den forbindelse anvendes som et katalog over den unionsretlig lovgivning (Trzaskowski, 2013, s. 52). TEUF art. 288, stk. 1 foreskriver, at Unionens institutioner blandt andet, vedtager forordninger og direktiver for at udøve Unionens beføjelser.

⁵ Lov om Danmarks tiltrædelse af Den Europæiske Union, lov, nr. 447 af 11. oktober 1972

Forordninger er almen gyldige, hvilket vil sige, at de har karakter af et generelt indhold, ligesom det kendes i national lov. En forordning er bindende i alle sine enkeltheder og gælder umiddelbart i enhver medlemsstat. Medlemsstaterne er derfor afskåret fra at implementere eller omskrive forordningens regler ind i de nationale regler jf. TEUF art. 288, stk. 2. Idet forordninger er bindende i alle enkeltheder, adskiller de sig fra direktiver (Trzaskowski, 2013, s. 55-56).

Et direktiv beskrives i TEUF art. 288, stk. 3. Direktiver er med et tilsigtet mål bindende for enhver medlemsstat. Direktiver overlader det til de nationale myndigheder at bestemme form og midler til gennemførelsen af bestemmelserne. Formålet med direktiver inden for unionslovgivningen er, at Unionen alene sætter de overordnede krav til retstilstanden for medlemsstaterne. Der lægges derfor op til, at medlemsstaternes nationale lovgivninger skal konkretisere, hvorledes direktivernes fastlagte mål skal opnås.

Når et direktiv er gennemført i national ret, har de nationale forvaltningsmyndigheder og domstolene hjemmel til at træffe afgørelser herudfra (Trzaskowski, 2013, s. 58).

I dansk ret gennemføres direktiver typisk gennem inkorporering eller omskrivning. Inkorporering ses i de tilfælde, hvor loven henviser direkte til direktivets regler. Omskrivning ses i de tilfælde, hvor de danske love fastsætter regler, der fremstår ensartede med direktivet, men dog er formuleret en smule anderledes (Trzaskowski, 2013, s. 59). Detaljeringsgraden af de unionsretslige direktiver varierer meget. I de direktiver, hvor detaljeringsgraden er meget lav, lægges der op til fortolkning, hvorved de nationale love ikke blot kan kopiere bestemmelserne (Trzaskowski, 2013, s. 58).

Direktiver er i høj grad et værktøj, som er medvirkende til at skabe harmoni blandt medlemsstaternes forståelse af et givent retsområde. I praksis ses det ofte, at direktiver på et senere tidspunkt bliver til forordninger. Dette ses blandt andet i MAD's og prospektivdirektivets omdannelse til forordningerne MAR og prospektforordningen. Denne fremgangsmåde er med til at styrke harmoniseringen af retsområderne yderligere. En omdannelse af MiFID II til en forordning på et senere tidspunkt er derfor ikke utænkeligt.

1.1.1. Fra MiFID II til KAPML

MiFID II blev vedtaget den 15. maj 2014. Reglerne i direktivet er gennemført med anvendelse fra 3. januar 2018. MiFID II erstatter og udvider det tidligere regulerende direktiv om markeder for finansielle instrumenter, også kendt som MiFID I.

MiFID II har til formål at sikre ensartede regler for handel med finansielle instrumenter på tværs af Unionen. Direktivet skal desuden sikre handelsgennemsigtigheden til gavn for investorer og øge forbrugerbeskyttelsesniveauet. Endvidere har MiFID II til hensigt at skabe bedre konkurrencevilkår for aktørerne på kapitalmarkedet (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 68-69).

Dette formål fremgår endvidere af rationalet bag MiFID II vedtagelsen. Det finansielle marked er gennem de senere år blevet mere komplekst med mange forskellige tjenesteydelser og instrumenter. Som følge af denne udvikling har det været nødvendigt for Unionen at fastsætte bestemmelser, der sikrer en harmonisering. Harmoniseringen skal sikre investorerne en udstrakt beskyttelse på tværs af Unionen jf. MiFID II præambelbetragtning 3. Vedtagelsen af MiFID II har derfor til hensigt at øge den offentlige tillid til kapitalmarkedet, herunder til MHF'er. Dette fremgår ligeledes af MiFID II præambelbetragtning nr. 4, der foreskriver at den finansielle krise afslørede svagheder på de finansielle markeds virkemåde og gennemsigtighed hvorved, at der var behov for en øget regulering for at styrke tilliden hertil.

MiFID II har karakter af rammebestemmelse, hvorved den lægger op til udfyldning og præcisering gennem forordninger, samt medlemsstaternes gennemførsel af direktivet i national lov (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 70). Vedtagelsen af MiFID II medførte i Danmark vedtagelsen af en ny kapitalmarkedslov. KAPML indeholder overordnet set de reguleringer, der gør sig gældende for udstedelse og handel med finansielle instrumenter på markedspladser i Danmark. Kapitalmarkedsloven erstattede den tidligere regulering på området, værdipapirhandelsloven (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 67).

KAPML har dermed ligeledes til formål at sikre et velfungerende og effektivt kapitalmarked, som skal opretholde den finansielle stabilitet og kapitalfremskaffelsen i Danmark, og endvidere at øge den offentlige tillid hertil. KAPML har derudover til hensigt at styrke kontrollen med det finansielle system, da loven ligeledes udvider tilsynet med kapitalmarkedet (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 68).

Afhandlingens omdrejningspunkt vedrører hvorledes MiFID II's bestemmelser relateret til MHF'er har indvirkning på tilliden til First North. MiFID II spiller, som tidligere nævnt, en afgørende rolle for reguleringen af MHF'er i Den Europæiske Union. Idet KAPML indeholder størstedelen af den danske implementering af MiFID II's bestemmelser vedrørende MHF'er, da anses det som værende tilstrækkeligt at anvende KAPML til besvarelse af problemformuleringen.

Dog vil der i enkelte tilfælde indgå analyser af de fortolkningsforskelle og specificeringer, der findes mellem MiFID II's bestemmelser og deres respektive implementering i KAPML. Endvidere vil MiFID II præambelbetragtningerne indgå i analysen af, hvorledes MiFID II, og dermed KAPML har indvirkning på tilliden til First North. Præambelen er ikke en del af selve MiFID II retsakter, men EU-Domstolen lægger ofte præambelen betydning ved fortolkning af retsakter. Præambelen angiver rationalet bag udformningen af MiFID II, hvorved den kan underbygge antagelser om, hvorledes MiFID II's fastsatte mål har til hensigt at påvirke tilliden (Lando, 2020).

1.2. Hvad er en MHF?

Der vil i indeværende afsnit blive redegjort for væsentlige definitioner i KAPML og MiFID II. Disse definitioner er essentielle for forståelsen og anvendelsen af relevante betegnelser igennem afhandlingen.

I KAPML § 3, stk. 1, nr. 1 defineres et multilateralt system, som alle systemer og faciliteter, hvor tredjeparts salgs- og købsinteresser i finansielle instrumenter kan mødes. En multilateral handelsfacilitet er herefter defineret i KAPML § 3 stk. 1, nr. 3, som et multilateralt system, som drives i overensstemmelse med bestemte kapitler i KAPML.

I KAPML § 3, stk. 1, nr. 8 fremgår definitionen af operatøren, der driver en MHF. Operatøren af en MHF kan enten være en operatør af et reguleret marked, som har fået tilladelse til at drive den efter KAPML § 86, eller et fondsmæglerselskab. Et fondsmæglerselskab skal have tilladelse til at drive en MHF jf. FIL § 9, stk. 1.

Det er ligeledes relevant for forståelsen af anvendelsen af betegnelsen markedsplads at have kendskab til hvorledes en sådan er defineret. En markedsplads er defineret som et reguleret marked, en MHF eller en OHF jf. KAPML § 3, stk. 1, nr. 5.

I MiFID II hører driften af en MHF endvidere under betegnelsen investeringsservice og investeringsaktivitet. Definitionen af investeringsservices og investeringsaktiviteter findes i MiFID II art. 4, stk. 1, nr. 2. I denne definition fremgår det, at investeringsservices og investeringsaktiviteter omfatter de tjenesteydelser og aktiviteter, som fremgår af bilag I, afsnit A og C. På bilag I afsnit A fremgår driften af en MHF, hvorved dette reelt betragtes som en investeringsservice eller en investeringsaktivitet. I den forbindelse er et investeringsselskab en juridisk person, der driver en virksomhed eller et erhverv, der yder én eller flere investeringsservices eller investeringsaktiviteter jf. MiFID II art. 4, stk. 1, nr. 1.

Ovenstående definition indebærer, at hvis man har fået tilladelse til at drive en MHF, da betragtes man som et investeringsselskab.

På baggrund af ovenstående fremkommer det, at First North er en MHF. First North opfylder betingelserne for at være et multilateralt system, som reguleres efter bestemmelserne vedrørende MHF'er, der fremgår af KAPML. Nasdaq Copenhagen A/S har endvidere fået tilladelse til at være operatør af First North, da de samtidig driver et reguleret marked. First North hører endvidere under kategorien markedsplads, hvorved anvendelsen af denne betegnelse gennem afhandlingen dermed vedrører First North.

1.3. MHF'er i Danmark

I indeværende afsnit vil der forekomme en præsentation af MHF-markedet i Danmark.

I MiFID II art. 5, stk. 3 fremgår det, at medlemsstaterne skal føre en liste over alle investeringsselskaber, og dermed MHF'er. Denne liste skal endvidere indberettes til ESMA. ESMA fører et register over alle investeringsselskaber i Unionen, samt hvilke tilladelser investeringsselskaberne har. Ud fra ESMA's registre er der i dag kun én registreret MHF i Danmark, hvilket er First North (ESMA, 2020).

First North Copenhagen

I 2005 åbnede Nasdaq Copenhagen A/S den alternative markedsplads, First North (Nasdaq, 2020b). First North er Nasdaqs Copenhagen A/S' alternative markedsplads for små- og mellemstore vækstvirksomheder. Endvidere opereres og drives First North som en MHF, i modsætning til Fondsbørsen, der drives som et reguleret marked (Nasdaq, 2020f)

1.4. MHF'er i Sverige

I indeværende afsnit behandles det hvilke MHF'er, der er registreret i Sverige. I forbindelse hermed vil der forekomme en kort præsentation af disse markeder. Ud fra ESMA's register er der i dag tre registrerede MHF'er i Sverige, hvilket inkluderer Spotlight Stock Market og First North Stockholm (ESMA, 2020).

Spotlight

I 1997 blev Aktietorget grundlagt. Selskabet skiftede i 2018 navn til Spotlight. Ideen med markedspladsen er at gøre det enkelt og sikkert for vækstselskaber at blive noteret. Med en enkel løsning kan selskaberne derved fokusere på at vækste og opnå deres fulde potentiale. Deres ideologi er, at når noteringen af selskaber er enkel og sikker, er det tilsvarende, enkelt og sikkert at investere i selskaberne. Spotlight har dermed en mission om at være førende i Norden i relation til opnåelsen af de enkleste, sikreste og mest synliggjorte noteringer på en MHF (Spotlight, 2020a).

First North Stockholm

Som tidligere beskrevet blev First North lanceret i Danmark i 2005. De daværende operatører, OMX, gik efterfølgende i gang med at udvide konceptet til resten af Norden. De udviklede og omdannede i den forbindelse det svenske Nya Marknaden til First North, hvilket skete i 2007. First North indeholder en række nye services i forhold til det tidligere Nya Marknaden. De nye services har til formål at give First North stor fleksibilitet. Med First North er missionen at gøre det nemmere for vækstskaber at fremskaffe risikovillig kapital og skabe vækst til hele Norden (Johnsen, 2006) (Nasdaq, 2020b).

1.5. Hvem kan drive en MHF?

I indeværende afsnit vil der blive redegjort for, hvem der ved lov har mulighed for at drive MHF i Danmark. Driften af en MHF er betinget af en række driftsmæssige og organisatoriske krav og kræver tilladelse af Finanstilsynet som enten et fondsmæglerselskab, eller en operatør af et reguleret marked (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 77).

KAPML-kapitel 16 regulerer tilladelsen til at drive en MHF, samt reguleringsmæssige inddragelser heraf. Dog regulerer KAPML udelukkende operatøren af et reguleret marked, som operatøren af en MHF. Blandt andet har fondsmæglerselskaber, som tidligere beskrevet, også mulighed for at drive en MHF. Bestemmelserne herom reguleres i FIL hvorved, at disse derved ikke bliver behandlet yderligere i afhandlingen (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 131).

Rationalet bag reguleringerne for tilladelsen til at drive en MHF udspringer af Rådets direktiv 93/22/EØF⁶. Formål med Rådets direktiv 93/22/EØF var blandt andet at harmonisere kravene for at opnå tilladelse til at drive MHF jf. MiFID II præambelbetragtning nr. 2. Derudover foreskriver præambelbetragtning nr. 121, at operatøren af et reguleret marked bør have mulighed for at drive en MHF i overensstemmelse med bestemmelserne i MiFID II, hvilket er i overensstemmelse med, at Nasdaq Copenhagens A/S driver First North.

Hvem der er operatøren af en MHF, er ikke helt ligegyldig i forhold til den offentlige tillid hertil. Det kan både være en fordel og en ulempe for Nasdaq Copenhagen A/S, at de

⁶ Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer

driver First North. Fordelen er, qua de i forvejen driver deres regulerede marked, da har Nasdaq Copenhagen A/S allerede den nødvendige kompetence og infrastruktur til at kunne drive en MHF, herunder særligt vedrørende tekniske løsninger og sikkerhedsforanstaltninger i den forbindelse. Omvendt kan deres fokus på driften af en MHF muligvis være underprioriteret i forhold til driften af deres regulerede marked⁷. I forhold til den ovenstående diskussion ønskede forfatterne et interview med Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S. Det ønskede interview havde til hensigt at undersøge Fondsmæglerselskabets overvejelser omkring muligheden for at drive en MHF. Investeringsdirektør og medejer Frank Sørensen afslog dog at medvirke i et interview med følgende begrundelse:

“Beklager, men vi springer over, da vi hverken har eller kommer til at overveje at drive en MHF. Det er slet ikke relevant i vores forretningsmodel.”⁸

Idet Frank Sørensen giver udtryk for, at dette ikke er eller bliver en del af deres forretningsmodel, da vil der ikke forekomme yderligere undersøgelse af denne påstand. Identiteten på operatøren, herunder hvilken indflydelse dette kan have på tilliden til en markedsplads, diskuteres dog senere i afhandlingen.

⁷ Nasdaq Copenhagen A/S regulerede marked beskrives som Main Market på deres hjemmeside (Nasdaq, 2020h)

⁸ Citat af: Frank Sørensen

Kapitel 2: Operatør

Følgende kapitel er fokuseret på KAPML's reguleringer vedrørende operatørens drift af en MHF. Dette skal ses i sammenhæng med reguleringernes bidrag til opretholdelsen af tilliden til markedspladsen.

Denne sammenhæng skal blandt andet findes i, at operatørens kvalitet beror på overholdelsen af bestemmelserne, hvilket har indvirkning på den offentlige tillid til markedspladsen som helhed.

De medtagne reguleringer i de efterfølgende afsnit er udvalgt efter, hvorledes operatøren igennem overholdelsen af disse reguleringer er i stand til, at sikre optagelsen og tilstedeværelsen af kvalificerede udstedere på markedspladsen. Indeværende kapitel er derfor i høj grad en gennemgang af, hvad der skal til for at være en kvalificeret operatør. I den forbindelse indgår en analyse af, hvorledes bestemmelserne har indvirkning på den offentlige tillid til markedspladsen.

2.1. Driften af en MHF

De efterfølgende afsnit belyser, hvorledes KAPML regulerer operatøren i forbindelse med driften af en MHF. Da afhandlingens fokus er på First North, med Nasdaq Copenhagen A/S som operatør, da påhviler reguleringerne i indeværende afsnit Nasdaq Copenhagen A/S.

Der vil i enkelte tilfælde fremgå bemærkninger omkring, hvorledes bestemmelserne i MiFID II adskiller sig fra KAPML, samt hvad hensigten bag bestemmelserne er ud fra rationalet bag MiFID II jf. præambelbetragtningerne.

2.1.1. Operatørens oplysningsforpligtelser

Operatøren skal give oplysninger om, hvorledes handelsfaciliteten fungerer til Finanstilsynet. Oplysningerne skal blandt andet indeholde enhver forbindelse til eller deltagelse på andre markedspladser som operatøren måtte have. Hvis forholdene ændres eller hvis Finanstilsynet anmoder, da skal operatøren fremsende oplysninger herom jf. KAPML § 88, stk. 2.

Nasdaq Copenhagen A/S er i den forbindelse forpligtet til at oplyses Finanstilsynet om, hvorledes First North fungerer, samt endvidere om enhver forbindelse operatøren har til andre markedspladser. Betegnelsen "forbindelse" i denne regulering omfatter tætte forbindelser i form af stemmerettigheds- eller kapitalbesiddelser, der overstiger 20 procent. Eventuelle sammenfald i ejerkredse, samt kapitalinteresser på mindre end 20 procent, personsammenfald og lignende indgår ligeledes i betegnelsen "forbindelser" (Henrik Kure, 2020, s. Notat 523).

Jf. MiFID II præambelbetragtning nr. 4 fremgår det, at der som følge af afsløringer efter den finansielle krise, var et reelt behov for øget gennemsigtighed på det finansielle marked, herunder kapitalmarkedet.

Ovenstående bestemmelser skaber derfor gennemsigtighed for Finanstilsynet, hvilket forbedrer muligheden for at foretage et effektivt tilsyn med First North, herunder af operatøren og dennes ejere. Finanstilsynet har endvidere mulighed for at kontrollere alle First Norths forbindelser gennem disse oplysninger. U hensigtsmæssige forbindelser kan nemlig være til skade for den offentlige tillid til markedspladsen, eftersom at dette kan have indvirkning på ledelsens uafhængighed og dermed operatørens integritet.

2.1.2. Hensigtsmæssig og betryggende drift

Operatør af en MHF skal sikre, at driften sker på en hensigtsmæssig og betryggende vis jf. KAPML § 89, stk. 1. En hensigtsmæssig og betryggende drift indebærer blandt andet, at Nasdaq Copenhagen A/S skal sikre, at First Norths bestyrelse bærer ansvaret for den overordnede strategiske ledelse. En forsvarlig organisation af First North indgår ligeledes i bestyrelsens ansvar jf. bestyrelsens opgaver i SL § 115.

I praksis skal First Norths bestyrelse vedtage politikker og retningslinjer for direktionen. Disse politikker og retningslinjer omfatter blandt andet overholdelse af bestemmelserne i KAPML § 89, stk. 2 (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 136).

En god selskabsledelse er afgørende for en hensigtsmæssig og betryggende drift af ethvert selskab. Dette kommer blandt andet også til udtryk via MiFID II's præambelbetragtning nr. 5, som gør opmærksom på at svagheder i en række finansieringsinstitutters selskabsledelse, herunder manglende kontrolmekanisme af selskabsledelsen, kraftigt var en medvirkende årsag til den finansielle krise, og endvidere at dette resulterede i et offentligt tillidsfald til disse selskaber og markedet som helhed. I den forbindelse er det afgørende, at operatøren af First North overholder kravet om en hensigtsmæssig og betryggende drift, eftersom at eksempelvis uhensigtsmæssig selskabsledelse kan vanskeliggøre opretholdelsen af den offentlige tillid til markedspladsen.

2.1.2.1. Organisatoriske krav

I forlængelse af ovenstående afsnit, gælder en række organisatoriske krav til en operatør af en MHF jf. KAPML § 89, stk. 2. Disse krav behandles i indeværende afsnit. Nasdaq Copenhagen A/S er i den forbindelse ansvarlige for, at de organisatoriske krav for First North efterleves. Dette indebærer blandt andet, at Nasdaq Copenhagen A/S er forpligtet til at udarbejde regelsæt og procedurer for First Norths udstedere (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 136 og 89).

Regler og procedurer

En operatør skal have regler og procedurer, der fremstår klare og gennemskuelige, med det formål at sikre, at al handel sker redeligt jf. KAPML § 89, stk. 2, nr. 1.

Det fremgår af rationale bag MiFID II, at disse regler og procedurer er nødvendige, idet First Norths derved forhindrer at blive udnyttet grundet de lempede lovmæssige reguleringer, som en MHF er underlagt. Endvidere er bestemmelserne medvirkede til bevarelsen af en effektiv og velfungerende markedsplads, hvorved at der opretholdes integritet hertil jf. MiFID II præambelbetragtning nr. 13.

Interessekonflikter

Der kan potentielt opstå Interessekonflikter som følge af, at Nasdaq Copenhagens A/S varetager andre funktioner og opgaver sideløbende med driften af First North, hvilket blandt andet indbefatter driften af et reguleret marked (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 137). Derfor skal Nasdaq Copenhagen A/S jf. KAPML § 89, stk. 2, nr. 4 være i stand til, at kunne identificere og håndtere interessekonflikter. Kravet indebærer at Nasdaq Copenhagen A/S bør indrettes således, at der er en organisatorisk adskillelse. Den organisatoriske adskillelse skal være imellem, på den ene side, de funktioner og arbejdsopgaver, der bliver varetaget i First North interesse, og på den anden side de funktioner og arbejdsopgaver, der bliver varetaget i Nasdaq Copenhagen A/S' eller ejerkredsens interesse (Henrik Kure, 2020, s. Notat 527).

MiFID II, art. 18, stk. 4 understreger endvidere vigtigheden af identificeringen og håndteringen af interessekonflikter. Heri fremgår det, at interessekonflikter potentielt kan medføre ugunstige forhold for MHF'ens drift.

2.1.3. Risici

Operatøren af en MHF skal, ud over alle kravene i KAPML § 89, kunne styre de risici MHF'en udsættes for. I den forbindelse skal alle væsentlige risici vedrørende MHF'ens drift kunne påvises, hvorved at der skal indføres effektive foranstaltninger til at mindske disse jf. KAPML § 93, nr. 1.

Risici skal i denne sammenhæng forstås, som de operationelle risici, der kan opstå i forbindelse med driften af en MHF, herunder de operationelle risici, der er forbundet

med udstedernes kvalitet eller manglen på samme. De operationelle risici i den forbindelse, udgøres blandt andet af risikoen ved at operatøren af First North ikke er bevidst omkring at en udsteder ikke besidder den tilstrækkelige kvalitet.

Bekæmpelse af operationelle risici hænger uløseligt sammen med tilliden til en markedsplads, hvorved at det er vigtigt at en markedsplads implementerer sikkerhedsforanstaltninger for at afdække disse. Ved implementering af sikkerhedsforanstaltninger afdækkes disse risici i højere grad, hvorved at kvaliteten af markedspladsens drift i højere grad opretholdes. Kvaliteten af First North beror derved også på antallet af uønskede risiko, der forbigår Nasdaq Copenhagens A/S' sikkerhedsforanstaltninger.

2.1.3.1. Ressourcer

Operatøren af en MHF skal have tilstrækkelige ressourcer til at sikre MHF'ens ordentlige funktion, herunder kunne sikre MHF'en imod de risici den udsættes for jf. KAPML § 93, nr. 3. I MiFID II, art. 19, stk. 3c, fremgår det endvidere at operatøren skal råde over tilstrækkelige ressourcer fra tidspunktet tilladelsen gives og til enhver tid herefter.

Nasdaq Copenhagen A/S skal i forbindelse med ovenstående være tilstrækkeligt rustet til at sikre First Norths ordentlige funktion. Operatøren skal dermed være i stand til at identificere, og efterfølgende reagere på de risici, som er forbundet med driften af markedspladsen. Som det blev beskrevet i det forrige afsnit, er der blandt andet risiko forbundet med den enkelte udsteders kvalitet. Hvis operatøren grundet begrænsede ressourcer ikke er i stand til at identificere og reagere på disse risici, kan det have den konsekvens, at ikke-kvalificerede udstedere optages til handel på First North, hvilket ikke er til gavn for den offentlige tillid til markedspladsen som helhed.

2.1.3.2. Underretning til Finanstilsynet

Operatøren skal hurtigst muligt underrette Finanstilsynet om kendskab eller formodninger om væsentlige brud på MHF'ens regelsæt, adfærd i strid med MAR eller systemfejl i forbindelse med et finansielt instrument jf. KAPML § 107. I den sammenhæng skal "hurtigst muligt" forstås således, at Nasdaq Copenhagen A/S kan bruge yderligere tid på nødvendig verifikation, udarbejdelse af dokumenter mv. end hvis der var tale om en "straks"-tidsfrist (Henrik Kure, 2020, s. Notat 486). I MiFID II, art. 31, stk. 2 fremgår det dog, at operatøren der driver en MHF "straks" skal underrette dens kompetente myndighed. Der er derfor lempet en smule på reglerne i KAPML § 107 i forhold til MiFID II art. 31, stk. 2. Ved straks at underrette Finanstilsynet, da øges Finanstilsynets forudsætninger for at udføre et effektivt eksternt tilsyn med operatøren, hvilket som udgangspunkt er gavnligt for den offentlige tillid til markedspladsen.

Underretning til Finanstilsynet vedrørende en given udsteders adfærd i strid med eksempelvis markedspladsens regelsæt eller MAR, har i høj grad indvirkning på opretholdelsen af operatørens kvalitet. Som følge af bestemmelsen kommer uretmæssig adfærd hos den enkelte udsteder til kundskab hos Finanstilsynet, hvorved at der i højere grad kan foretages en velbegrundet vurdering af om operatøren i tilstrækkelig grad efterlever sine forpligtelser i henhold til KAPML.

2.1.4. Suspension og sletning

Jf. KAPML § 108, stk. 1 og 3 kan operatøren af en MHF suspendere eller slette et finansielt instrument fra handel på MHF'en. Suspensionen eller sletningen kan finde sted, hvis et finansielt instrument ikke længere opfylder MHF'ens regler, men må dog kun gennemføres såfremt der ikke er sandsynlighed for væsentlig skade på investorernes interesse eller markedets ordentlige funktion. Beslutningen om suspensionen eller sletningen af et finansielt instrument skal hurtigst muligt offentliggøres og samtidig meddeles Finanstilsynet.

Ovenstående bestemmelse forhindrer endvidere ikke Nasdaq Copenhagen A/S i selv at fastsætte egne regler for suspension og sletning på First North. Vedtagelsen af egne regler om suspension og sletning skal imidlertid være under hensyntagen til markedets ordentlige funktion. Aftaler med udstedere om frivillig suspension af deres finansielle instrumenter kan, hvis det er hensigtsmæssigt i forhold til markedets ordentlige funktion, gennemføres (Henrik Kure, 2020, s. Notat 581).

KAPML § 108 gennemfører bestemmelserne i MiFID II, art. 32, stk. 1 og 2,1. Heraf fremgår det, at operatøren kun må foretage suspension eller sletning, hvis dette ikke berører den kompetente myndigheds beføjelser.

Nasdaq Copenhagen A/S beføjelser til at suspendere eller slette et finansielt instrument kan styrke den offentlige tillid til First North, forstået på den måde at Nasdaq Copenhagen A/S har mulighed for at stoppe handlen midlertidigt eller sortere de udstedere fra, som ikke længere lever op til at være en kvalificeret udsteder.

Indberetning af parametrene

Operatøren skal indberette parametrene, der danner grundlag for en given suspension til Finanstilsynet. Eventuelle væsentlige ændringer af disse parametre skal ligeledes indberettes til Finanstilsynet. Indberetningen til Finanstilsynet skal være udformet på en let sammenlignelig form og efter en konsekvent fremgangsmåde jf. KAPML § 117, stk. 3.

Denne bestemmelse styrker Finanstilsynets effektivitet i deres tilsyn med operatøren, idet Nasdaq Copenhagen A/S er forpligtiget til at oplyse om de parametre de udfører suspensioner på baggrund af. Således kan Finanstilsynet i højere grad vurdere om bevæggrundene bag den pågældende suspension foretaget af Nasdaq Copenhagen A/S er berettiget. Som følge heraf kan Finanstilsynet i højere grad vurdere om operatøren af First North overholder sine forpligtelser i henhold til KAPML, og dermed om operatøren er kvalificeret.

2.1.5. Gebyrstruktur

Jf. KAPML § 121 stk. 1 skal en operatør af en MHF sikre, at MHF'ens gebyrstruktur er klar, rimelig og ikkediskriminerende.

Ovenstående bestemmelse er et væsentligt element for en markedsplads, herunder First North, eftersom at gebyrstrukturen ikke må skabe incitamentet for udstedere til at omgå bestemmelser af økonomiske årsager, hvilket kan være uhensigtsmæssigt for opretholdelsen af kvalificerede udstedere.

First Norths gebyrstruktur er derfor vigtig for opretholdelse af den offentlige tillid til markedspladsen. Hvis gebyrstrukturen fremstår uklar eller urimelig, kan dette resultere i, at udstedere ikke forstår gebyrstrukturen eller forsøger at omgå denne.

2.2. Dansk og Svensk MiFID II

Dansk og svensk indgår begge i Unionens officielle sprog, samt indgår i arbejdssprogene for Unionens institutioner jf. forordning nr. 1/58, art. 1⁹. Unionsretslig lovgivning i form af blandt andet forordninger og direktiver, skal derfor også udkomme på de officielle sprog jf. forordning nr. 1/58, art. 4.

Der kan i den forbindelse opstå problemstillinger af sproglig karakter. Problemstillingerne kan eksempelvis opstå som følge af fortolkningstvivel ved implementering af direktiver i national ret. Selv i tilfælde hvor danske sprogversioner er fuldt ud i

⁹ Forordning nr. 1/58 bliver løbende ændret som følge af, at nye medlemsstater indtræder eller fratræder i Den Europæiske Unionen.

overensstemmelse med de øvrige sprogversioner, kan det konstateres, at de unionsretlige bestemmelser anvender europæiske formuleringer. Disse europæiske formuleringer kan virke fremmede for selv danske jurister (Trzaskowski, 2013, s. 46-47).

I forbindelse med overstående konstatering indgår der en analyse af den danske og svenske sprogversion af MiFID II i indeværende afsnit. Denne analyse anvendes til undersøgelse af, om der er fortolkningsforskelle og forskellige specificeringer mellem de to sprogversioner. Bestemmelserne som gennemgås i indeværende afsnit, udgør ikke nødvendigvis en del af afhandlingens undersøgelsesområde, men inddrages i stedet udelukkende for at belyse om Danmark kan lære noget af den svenske ånd vedrørende kapitalmarkedsområdet.

2.2.1. Medlemsadgang til en MHF

Det fremgår både af den danske og svenske sprogversion af MiFID II art. 19, stk. 2, at medlemsstaterne skal stille krav om, at reglerne for adgang til en MHF skal opfylde betingelserne i art. 53, stk. 3, om adgangen til et reguleret marked. Dette betyder, at når der i indeværende afsnit fremgår en bestemmelse, som finder anvendelse på det regulerede marked, da gælder dette ligeledes vedrørende MHF'er.

Den første del af art. 53, stk. 3 fremstår identisk mellem de to sprogversioner. Heri fremgår det, at medlemsadgang til et reguleret marked gives til investeringsselskaber, godkendte kreditinstitutter samt andre juridiske personer. Endvidere fremgår det, at de andre personer først gives medlemsadgang, hvis de overholder punkt a-d i art. 53, stk.3. To af disse fire punkter differentierer sig imellem sprogversioner, hvilket gennemgås nedenfor.

I den danske sprogversion foreskrives der i ét af disse punkter, at personer skal have et tilstrækkeligt godt omdømme, for at få adgang til det regulerede marked jf. art. 53, stk. 3a. I den svenske udgave foreskrives det i stedet at personen skal have en tilstrækkelig god opførsel¹⁰. Det danske ord "omdømme" dækker i den forbindelse over omverdenens opfattelse af personen. Det kan i den forbindelse argumenteres for, at personen der har et tilstrækkeligt godt omdømme, ikke nødvendigvis har en tilstrækkelig god

¹⁰ Opførsel er den danske oversættelse af det svenske ord "Vandel" (Det Danske Sprog- og Litteraturselskab, 2020).

opførsel. Den svenske sprogversion har i højere grad fokus på en given persons handlinger, frem for offentlighedens vurdering af personens omdømme.

Oversættelsesforskellene vedrørende MiFID II-direktivet mellem dansk og svensk kommer også til udtryk i art. 53, stk. 3c. Denne artikel foreskriver i den danske sprogversion, at personen skal have passende administrative procedurer, hvor dette er nødvendigt. I den svenske sprogversion står der, at personen skal have en passende organisation¹¹, hvor det er nødvendigt. Den svenske sprogversion favner derfor bredere end den danske. Det kan argumenteres for, at organisation dækker over flere elementer end administrative procedurer. Organisation dækker i højere grad over måden en virksomhed er opbygget på, før den kan fungere hensigtsmæssigt. Administrative procedurer er blot en del af den organisatoriske opbygning.

2.2.2. Ordreudførelse

Den danske sprogversion af MiFID II, art. 19, stk. 1 foreskriver, at medlemsstaterne skal sætte krav til, at operatøren af en MHF skal fastlægge og gennemføre faste regler for udførelse af ordrer. I den svenske sprogversion fremgår det i stedet, at operatøren skal fastlægge og anvende ikke-skønsmæssige¹² regler for udførelsen af ordre i systemet. Ikke-skønsmæssige regler lægger i højere grad op til, at reglerne skal være fuldstændte og ikke må være baseret på skøn. Den danske sprogversion foreskriver blot at reglerne skal være faste, men påpeger ikke at reglerne i vid udstrækning ikke må være baseret på skøn.

Ovenstående er en indikation på, at man i Sverige i højere grad har fokus på at reglerne skal være tydelige og klare, således at der forekommer gennemsigtighed heromkring. Vedrørende den danske oversættelse af ovenstående artikel forholder man sig i mindre grad til konkretiseringen og præciseringen af reglerne om ordreudførelse, hvorved at der i højere grad potentielt kan forekomme en personlig vurdering eller fortolkning heraf.

¹¹ Organisation ensbetydende med det svenske ord "organisation" (Det Danske Sprog- og Litteraturselskab, 2020).

¹² Ikke-skønsmæssige er den danske oversættelse af ordene "icke" (Det Danske Sprog- og Litteraturselskab, 2020) og "skönsmässig" (Det Danske Sprog- og Litteraturselskab, 2020).

2.2.3. Risici

I den danske sprogversion af MiFID II, art. 19, stk. 3a fremgår det, at medlemsstaterne skal stille krav til at operatøren bag en MHF, skal være tilstrækkeligt rustet til at kunne styre de risici MHF'en udsættes for. Operatøren skal anvende fyldestgørende ordninger og systemer til at påvise alle væsentlige risici for MHF'ens drift, samt have indført effektive foranstaltninger til at reducere disse risici. I den svenske sprogversion formuleres kravene i art. 19, stk. 3a dog en smule anderledes. Heri fremgår det i stedet at operatøren blot skal have passende¹³ ordninger og systemer til at identificere alle væsentlige risici for MHF'ens drift.

Den danske formulering kan opfattes som mere byrdefuld for operatøren, idet ordningerne og systemerne skal være fyldestgørende. Ordet "fyldestgørende" dækker i højere grad over, at ordningerne og systemerne skal finde alle væsentlige risici. Ordet "passende" lægger i højere grad op til, at ordningerne og systemerne med rimelighed skal kunne finde alle væsentlige risici.

2.2.4. Konklusion på oversættelsesforskelle

Ovenstående undersøgelse og analyse af oversættelsesforskellene, viser at der er visse sproglige forskelle, der potentielt kan have medført forskellige implementeringer af direktivet i henholdsvis dansk- og svensk lov.

Undersøgelsen bærer i vid udstrækning præg af, at man i Sverige stiller større krav til forholdene omkring en MHF. Dette kommer blandt andet til udtryk ved, at man i højere grad har fokus på forhold, som ikke er relateret til markedspladsen. Derudover kan det udledes, at der forekommer tydeligere retningslinjer for hvad der gør sig gældende i Sverige.

Endvidere er bestemmelsen vedrørende, at man blot skal have passende ordninger til at afdække risiciene forbundet med driften af en MHF i Sverige, et udtryk for en åndsmæssig forskel, som bærer præg af, at man er indforstået med at der hersker større usikkerhed omkring MHF'er sammenlignet med det regulerede marked. Derudover er dette også et udtryk for, at man i vid udstrækning har tillid til, at den enkelte operatør af en markedsplads på eget initiativ er i stand til at afdække disse risici.

¹³ Passende er den danske oversættelse af "lämplig" (Det Danske Sprog- og Litteraturselskab, 2020)

Der skal dog tages forbehold for ovenstående konklusion af forskellene mellem den danske og svenske oversættelse af MiFID II-direktivet, eftersom at forfatterne ikke har udført en undersøgelse af alle direktivets artikler. På baggrund heraf kan der forekomme usikkerhed omkring undersøgelsens reliabiliteten.

2.3. SMV-vækstmarked

Jf. KAPML § 3, stk. 1, nr. 6 er et SMV-vækstmarked defineret som et vækstmarked for små og mellemstore virksomheder. SMV står for små- og mellemstore virksomheder jf. MiFID II, art. 4, stk. 13. I MiFID II fremgår definitionen af små- og mellemstore virksomheder, som dækker over selskaber, der har en gennemsnitlig markedsværdi på under 200. mio. euro baseret på kursværdien ved årets udgang i de seneste tre kalenderår. Et SMV-Vækstmarked er en MHF der særligt specialiserer sig i små- og mellemstore udstedere, og hvor formålet hermed er, at der er en hensigtsmæssig balance mellem byrden ved at være optaget til handel herpå, samt kvalitetskravene. Det kræver tilladelse fra Finanstilsynet før, at en MHF må drives som et SMV-vækstmarked. Finanstilsynet skal registrere MHF'en som et SMV-vækstmarked, før driften heraf må påbegyndes jf. § 110, stk. 1. Finanstilsynet registrerer først en MHF som et SMV-vækstmarked, når operatøren opfylder kravene forbundet hermed, samt de øvrige reguleringer vedrørende MHF'er jf. KAPML § 110, stk. 2. (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 145-146).

Nasdaq Copenhagen A/S havde, i overensstemmelse med bestemmelserne i KAPML § 110, stk. 1, ansøgt Finanstilsynet om tilladelse til at First North kunne blive registreret som et SMV-vækstmarked. Finanstilsynet godkendte ansøgning, hvorefter First North d. 1. september 2019 blev registreret som et SMV-vækstmarked (Casper Moltke-Leth, 2019). En registrering af First North som et SMV-vækstmarked, skal i lyset heraf ses som en blåstempling af First North, hvor omverdenen har fået tilsagn omkring, at markedspladsen i højere grad er attraktiv for både virksomheder og offentligheden (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 145-146).

I forbindelse med at Finanstilsynet har til myndighed at godkende en ansøgning om registrering som et SMV-vækstmarked, da opnås der i højere grad troværdighed hertil qua Finanstilsynets rolle som en ekstern, uafhængig og kompetent myndighed.

2.3.1. Driften af et SMV-vækstmarked

Jf. KAPML § 111, stk. 1 skal en operatør, der driver en MHF, som et SMV-vækstmarked have regler, systemer og procedurer, der skal sikre, at nr. 1-7 i samme lovparagraf overholdes for MHF'en. KAPML § 111, stk. 1, nr. 1-7 behandles nedenfor.

Førnævnte regler, systemer og procedurer, skal sikre at mindst 50 procent af udstedere, der har optaget finansielle instrumenter på MHF'en, skal være små- og mellemstore virksomheder. Bestemmelsen gælder fra det tidspunkt, hvor MHF'en blev registreret som et SMV-vækstmarked, samt ethvert kalenderår herefter. Derudover skal operatøren sikre, at MHF'en har regler og procedurer, der sikrer passende kriterier for udstederen i forbindelse med dennes første optagelse til handel på markedspladsen, herunder også efterfølgende. Endvidere skal operatøren have regler, systemer og procedurer, som sikrer, at der foreligger tilstrækkelige offentlige oplysninger vedrørende en given udsteder efter dennes første optagelse til handel på markedspladsen, således at investorerne kan fortage informerede vurderinger af udstederens finansielle instrumenter. Disse oplysninger inkluderer blandt andet enten et passende optagelsesdokument eller et prospekt, hvis kravene i prospektforordningen gør sig gældende. I forlængelse heraf skal operatøren også have regler, systemer og procedurer, som sikrer, at udstederne på markedspladsen aflægger relevante og løbende regnskaber med regelmæssige mellemrum, herunder reviderede årsregnskaber. Derudover er det centralt, at operatøren har klare regler, systemer og procedurer, for at en enhver udsteder på MHF'en, herunder personer, der er involveret hos en given udsteder, alle overholder deres respektive forpligtelser i henhold til MAR. Operatøren skal i den forbindelse have indført effektive systemer og kontrolforanstaltninger til forebyggelse og påvisning af markedsmisbrug. Operatøren skal ydermere opbevare og offentliggøre lovpligtige oplysninger om udstedere noteret på markedspladsen.

2.3.2. Tillid

Rationalet bag bestemmelserne om SMV-vækstmarkedet i MiFID II, var at lette adgangen til kapital og fremme udviklingen af SMV-vækstmarkederne i Unionen. Med vedtagelsen af SMV-vækstmarkeder forventes en øget synlighed og tillid til disse markedspladser. MiFID II lægger op til at fremme udbredelsen af SMV-vækstmarkeder, grundet mere attraktive forhold for offentligheden, såvel som for udstedere. Ved at holde den administrative byrde nede er hensigten, at der skabes der incitament til at flere små- og mellemstore virksomheder ønsker at blive noteret på MHF'er jf. MiFID II præambelbetragtning nr. 132.

Der kan være særlige risici forbundet med investeringer i små- og mellemstore virksomheder. Et eksempel på en risiko ved at investere i små- og mellemstore virksomheder, frem for investeringer i virksomheder på et reguleret marked, er, at små og mellemstore virksomheder har relativt lavere ressourcer til rådighed til blandt andet håndteringen af den administration, der medfølger en notering. Dette betyder, at der er større risiko forbundet med at udstederen ikke overholder de gældende reguleringer (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 147).

Ved registrering som et SMV-vækstmarked sikrer First North et passende kvalitetsniveau af markedspladsen, således at investorer, der på trods af den øgede risiko, ved at investere i små- og mellemstore virksomheder, fortsat ønsker at investere (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 147).

Bestemmelserne omkring SMV-vækstmarkeder har til formål at skabe den rette balance mellem, på den ene side, opretholdelsen af et højt kvalitetsniveau, som fremmer offentlighedens tillid til markedspladsen og på den anden side, at reducere unødvendige administrative byrder for udstederne jf. MiFID II præambelbetragtning nr. 133.

2.4. Delkonklusion kapitel 2

På baggrund af indeværende kapitel fremgår det tydeligt, at operatøren indtager en væsentlig rolle vedrørende opretholdelsen af den offentlige tillid til First North. Dette kommer endvidere til udtryk ved, at kravene til operatøren tilgodeser de eksterne tilsynsmyndigheder, hvilket er gavnligt for markedspladsens kvalitet. Derudover har kravene til operatøren i høj grad indvirkning på udstederne eftersom, at der som følge heraf skal udarbejdes et regelsæt målrettet udstedere. First Norths registrering som et SMV-vækstmarked er ligeledes til gavn for den offentlige tillid til markedspladsen som følge af, at dette medfører skærpede organisatoriske krav.

På trods af at både Danmark og Sverige er omfattet af samme unionsretslige regler, da forekommer der forskelle i måden hvorpå MiFID II-direktivets bestemmelser vedrørende MHF'er opfattes. Dette kommer blandt andet til udtryk i form af, at man i Sverige i højere grad stiller uddybende krav forbundet med MHF'er.

Kapitel 3: Udsteder

En udsteder er en virksomhed, som enten har ansøgt om at blive noteret på en markedsplads, eller allerede er noteret på en markedsplads. Udstedere på First North er underlagt et regelsæt, som er udarbejdet af operatøren af First North. Dette regelsæt indeholder en række krav, som udstederne skal imødekomme for at kunne være optaget til handel på denne markedsplads. Regelsættet indeholder dog ikke kun bestemmelser vedrørende udstedere. Certificerede rådgivere er også underlagt krav, som fremgår af regelsættet, eftersom at udstedere er forpligtiget til at tilknytte en certificeret rådgiver i forbindelse med noteringen.

First Norths regelsæt har hjemmel i KAPML § 89 og § 111, som det blev beskrevet i det forrige kapitel. Dette betyder blandt andet også at regelsættet ikke har retsvirkning for alle og enhver, men i stedet kun for virksomheder, som indgår aftale med operatøren af First North om optagelse til handel på markedspladsen. Regelsættet har bindende virkning overfor en virksomhed fra det tidspunkt, hvor virksomheden fremsender en reel ansøgning om optagelse til handel til markedspladsen, samt på ethvert tidspunkt herefter, hvor virksomheden er noteret på First North (Nasdaq, 2019b, s. 4).

I dette kapitel behandles og analyseres First Norths regelsæt, med det formål at belyse markedspladsens definition af en kvalificeret udsteder, herunder markedspladsens definition af en kvalificeret certificeret rådgiver.

Definition af en kvalificeret udsteder:

I henhold til indeværende afsnit defineres en kvalificeret udsteder, som værende en virksomhed, der imødekommer kravene i markedspladsens regelsæt, og som dermed vurderes egnet til at være optaget til handel på First North. En ikke-kvalificeret udsteder er, i modsætning til en kvalificeret udsteder, en virksomhed, som ikke imødekommer disse krav, og som dermed ikke vurderes egnet til at være optaget til handel på First North.

Definition af en kvalificeret certificeret rådgiver:

En certificeret rådgiver er defineret som værende kvalificeret, når rådgiveren imødekommer regelsættets krav herom, og dermed vurderes egnet til at blive tildelt status som certificeret rådgiver. En ikke-kvalificeret certificeret rådgiver indtræffer, når en given rådgiver ikke vurderes egnet til at blive tildelt status som certificeret rådgiver, eftersom at kravene herom ikke efterleves.

Endvidere behandles optagelsesprocessen, virksomhedsbeskrivelsen og andre forhold med det formål at belyse disses relevans i relation til operatørens vurdering af, om en udsteder er kvalificeret eller ej.

Slutteligt forekommer der i indeværende kapitel en undersøgelse og analyse af, hvorledes regelsættet vedrørende den danske First North adskiller sig fra den svenske ditto, samt Spotlight. Dette har til formål at skildre, hvorledes operatørens tolkning af dens rammevilkår kan variere fra land til land og fra markedsplads til markedsplads.

3.1. First Norths regelsæt

Der er udarbejdet et generelt udstederregelsæt for First North som helhed, hvilket blandt andet omfatter udstedere noteret på First North i både Sverige og Danmark. I den forbindelse fremgår der dog i regelsættet en række bestemmelser som kun særligt gør sig gældende i Danmark. I dette afsnit forekommer der en gennemgang af bestemmelserne som finder anvendelse vedrørende udstedere noteret på First North i Danmark.

3.1.1. Optagelse til handel på First North

En udsteder og dennes aktier er underlagt en række krav, som skal imødekommes for at kunne vurderes at være kvalificerede til at være optaget til handel på First North. Dette afsnit belyser hvorledes operatøren af First North definerer en kvalificeret udsteder.

Når et selskab ønsker at få sine aktier optaget til handel på First North, skal der ansøges herom. Finansielle instrumenter kan dog som udgangspunkt være optaget til handel på First North, når operatøren af markedspladsen er af den overbevisning, at udstederen og dens finansielle instrumenter imødekommer kravene i markedspladsens regelsæt, samt at handel heraf er i offentlighedens interesse. Dog er operatøren af markedspladsen i stand til at pålægge udstederen særlige berettigelseskrav, som vurderes passende, med det formål at beskytte investorer og markedspladsens omdømme (Nasdaq, 2019b, s. 5). Omvendt kan operatøren af First North i helt særlige tilfælde give tilladelse til at undvige reglerne i regelsættet, hvis dette ikke vil skade tilliden til operatøren, First North eller værdipapirmarkedet som helhed (Nasdaq, 2019b, s. 33).

Det faktum at en udsteder skal have tilladelse til at blive optaget til handel på First North, er en sikkerhedsforanstaltning, som imødekommer at ikke-kvalificerede virksomheder bliver noteret på markedspladsen. Det er dog i den forbindelse relevant, at stille spørgsmål ved hvem der egentlig konkret foretager vurderingen af om en virksomhed er kvalificeret til at være optaget til handel på First North eller ej, hvilket behandles nærmere på et senere tidspunkt i afhandlingen.

Såfremt en virksomhed imødekommer alle kravene vedrørende optagelse til handel på First North, er det stadig en mulighed, at operatøren afviser ansøgningen, og vurderer at den pågældende virksomhed ikke er kvalificeret til at være optaget til handel på First North. Dette kan ske hvis operatøren vurderer, at udstederens optagelse til handel, vil skade den offentlige tillid til operatøren, markedspladsen eller værdipapirmarkedet som helhed (Nasdaq , 2019b, s. 5). Dette kan eksempelvis komme på tale i tilfælde hvor en virksomheds fortid, er præget af bedrageri eller anden form for økonomisk kriminalitet. En sådan virksomhed kan potentielt imødekomme alle kravene i First Norths regelsæt, men blive nægtet adgang til at være optaget til handel på markedspladsen, eftersom at dette potentiel kan skade den offentlige tillid til markedspladsen som helhed.

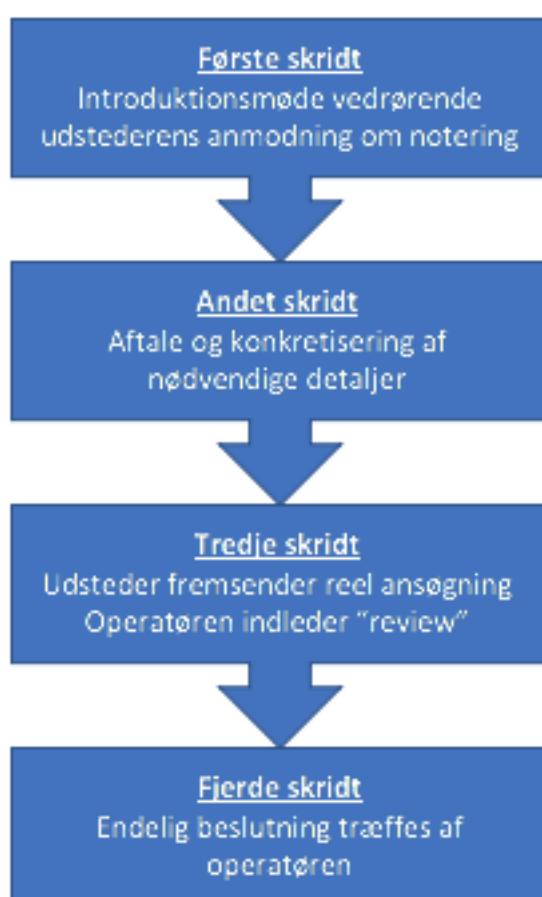
Enhver aktieudsteder, som ønsker at få sine aktier optaget til handel på First North, skal ansætte en certificeret rådgiver i forbindelse med ansøgningsprocessen. Dette skal ske inden tidspunktet, hvor udstederen anmoder om at blive optaget til handel på First North, og skal endvidere vedholdes under og efter optagelsesprocessen (Nasdaq , 2019b, s. 8). Det er rådgiverens forpligtigelse at vejlede udstederen gennem optagelsesprocessen, og sikre at regelsættet overholdes til en start, men også efterfølgende (Nasdaq , 2019b, s. 4). Kravet om tilknytning af certificerede rådgivere, har til formål at sikre kvaliteten af udstedere, og disses finansielle instrumenter noteret på First North, således at disse overholder kravene i det udstedte regelsæt. Rent teoretisk bidrager dette til at opretholde eller øge antallet af kvalificerede udstedere på First North, hvilket som udgangspunkt er gavnligt for den offentlige tillid markedspladsen. I denne forbindelse er det dog en forudsætning, at certificerede rådgivere er kvalificerede i udøvelsen af sit hverv, og dermed efterlever kravene herom i First Norths regelsæt.

En udsteder skal overholde markedspladsens regelsæt fra det tidspunkt, hvor der ansøges om optagelse til handel, samt på ethvert andet tidspunkt herefter (Nasdaq , 2019b, s. 33). I den forbindelse er det udstederen, som i samarbejde med den certificerede rådgiver, skal sikre sig at holde sig opdateret med den nyeste version af regelsættet. I forlængelse heraf er det også udstederens eget ansvar, herunder rådgiverens, at holde sig ajourført med i øvrigt gældende lovgivning (Nasdaq , 2019b, s. 4). Dette skal også opfattes som en sikkerhedsforanstaltning opsat af operatøren af First North. Formålet med denne sikkerhedsforanstaltning er at sikre sig, at udstedere på ethvert tidspunkt disse er optaget til handel på First North efterlever det udstedte regelsæt. First North er ikke interesseret i at regelændringer medfører, at én eller flere udstedere bliver ikke-kvalificerede til at være optaget til handel på markedspladsen.

Endvidere er det essentielt, at udstedere på anmodning fra operatøren og særligt den certificerede rådgiver, altid giver øjeblikkelig adgang til oplysninger, som anses for nødvendige i vurderingen af denne (Nasdaq , 2019b, s. 5). Dette er et vigtigt element i operatørens, såvel som den certificerede rådgivers, overvågning med den enkelte udsteders overholdelse af regelsættet, og dermed vurdering af om udstederen er kvalificeret til at være optaget til handel på First North eller ej.

3.1.1.1. Optagelsesprocessen

Et selskab skal igennem en optagelsesproces, for endeligt at kunne blive optaget til handel på First North. I denne optagelsesproces følger fire påkrævede skridt, som det fremgår af figur 3.



Figur 3: Optagelsesprocessen vedrørende udstedere på First North. Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i (Nasdaq , 2019b, s. 5)

Det første påkrævede skridt i optagelsesprocessen, som det fremgår af figur 3, forløber således, at operatørens overvågningsafdeling arrangerer et møde med selskabet, som ønsker at blive noteret, samt selskabets certificerede rådgiver. Mødet har til formål at diskutere anmodningen om optagelse, udstederens egnethed, samt eventuelt tidsplanen for den endelige optagelse til handel på First North. (Nasdaq , 2019b, s. 5). Det første skridt, jf. figur 3, er afgørende for overvågningsafdelingens indledende forståelse af virksomheden, som ønsker at være optaget til handel på First North, herunder om denne vurderes at være kvalificeret til optagelse eller ej.

Dernæst er det et krav, at udstederens certificerede rådgiver har aftalt de nødvendige detaljer med operatørens overvågningsafdeling, inden at optagelsesprocessen endeligt kan påbegyndes. Dette sker typisk på det arrangerede møde i optagelsesprocessens først skridt. Detaljerne vedrører typisk konkrete fakta, som eksempelvis tidspunktet for den endelige optagelse til handel på First North mv (Nasdaq , 2019b, s. 5). Konkretiseringen af væsentlige forhold vedrørende optagelsesprocessen, bidrager til at give operatøren, såvel som udstederen og dennes certificerede rådgiver, mulighed for at forholde sig til fakta, og dermed i højere grad planlægge optagelsesprocessens kommende skridt. Bedre planlægning er under normale omstændigheder ensbetydende med, at man i højere grad er bedre forberedt til udførelsen af kommende aktiviteter, hvilket alt andet lige vil øge kvaliteten heraf.

I optagelsesprocessens tredje skridt jf. figur 3, fremsender udstederen, eller rettere den certificerede rådgiver en reel ansøgning om optagelse til handel på First North. Rådgiveren skal på vegne af udstederen indsende ansøgningen om optagelse til handel via Nasdaq Listing Center jf. aftale med operatørens overvågningsafdeling (Nasdaq , 2019b, s. 5). Nasdaq Listing Center er en intern enhed i Nasdaq-koncernen, som håndterer ansøgninger mv. Eftersom at Nasdaq Listing Center ikke udgør en væsentlig del af afhandlingens undersøgelsesområde, forekommer der ikke en yderligere undersøgelse heraf. Ansøgningen til Nasdaq Listing Center skal blandt andet indeholde en virksomhedsbeskrivelse, som den certificerede rådgiver ligeledes spiller en væsentlig rolle i udarbejdelsen af¹⁴. Så snart overvågningsafdelingen har modtaget ansøgningen og dermed virksomhedsbeskrivelsen da gennemføres et "review" af den pågældende udsteder. Dette omfatter en vurdering af om udstederen er kvalificeret til at være optaget til handel på First North eller ej i relation til optagelseskravene i regelsættet. "Reviewet" vil blandt andet ske på baggrund af den information, som er opnået på mødet under optagelsesprocessens første skridt, men også i særdeleshed på baggrund af virksomhedsbeskrivelsen. I "reviewet" lægges der stor vægt på virksomhedsbeskrivelsen, som i høj

¹⁴ Såfremt et selskab ifalder prospektkravet, da skal der i stedet udarbejdes et prospekt.

grad danner grundlag for den endelige optagelse af en udsteder (Nasdaq , 2019b, s. 41).

I det fjerde skridt, og dermed det sidste, træffer operatørens overvågningsafdeling en beslutning omkring, hvorvidt udstederen skal have tilladelse til at være optaget til handel på First North eller ej. Denne beslutning bygger, som tidligere beskrevet, på om udstederen og dens finansielle instrumenter er kvalificeret hertil, herunder om optagelseskravene imødekommes (Nasdaq , 2019b, s. 5). Helt konkret er det overvågningsafdelingen hos First North, som træffer en beslutning omkring hvorvidt en udsteders ansøgning om optagelse til handel på First North, skal accepteres eller afvises. Sammenlignet med det regulerede marked er optagelsesprocessen vedrørende First North meget forenklet. Optagelsesprocessen på det regulerede marked involverer blandt andet Finanstilsynet, som eksempelvis indgår i godkendelsen af prospekter, hvilket er et krav for at kunne blive optaget til handel (Nasdaq , 2020k).

Optagelsesprocessen, som fremgår af figur 3, skal ses som en sikkerhedsforanstaltning indført af operatøren af First North, som har til formål at forhindre optagelsen af ikke-kvalificerede virksomheder på markedspladsen. Det er dog afgørende for optagelsesprocessens funktionalitet, at der er samspil mellem processens forskellige skridt, og endvidere at der er samspil mellem processens aktører.

Opnår operatørens overvågningsafdeling et forfejlet eller misledende oplysningsgrundlag vedrørende den ansøgende virksomhed i forbindelse med optagelsesprocessen, kan dette have konsekvenser for den endelige beslutning i forhold til vurderingen af om virksomheden skal kategoriseres som kvalificeret til optagelse på First North eller ej. I tilfælde af et utilstrækkeligt eller misledende oplysningsgrundlag, da vil "reviewet" af den pågældende virksomhed ikke være i overensstemmelse med hvorledes realiteterne vedrørende virksomheden forholder sig. Et forfejlet "review" af en virksomhed, kan munde ud i at optagelsesprocessens fjerde skridt, fører med sig, at en ikke-kvalificeret udsteder bliver noteret på First North. Det er derfor essentielt for optagelsesprocessens funktionalitet, at overvågningsafdelingen tilegner sig et retvisende billede af den pågældende virksomhed, hvilket i høj grad afhænger af virksomhedsbeskrivelsen. I den forbindelse forekommer det essentielt for den offentlige tillid til markedspladsen som helhed, at indholdet af en given virksomhedsbeskrivelse opfylder kravene hertil jf. First Norths regelsæt, og endvidere at indholdet er retvisende.

Det er dog endvidere afgørende at overvågningsafdelingen behandler den tilegnede information objektivt, blandt andet uden hensyntagen til markedspladsens forretningsmæssige situation, for at opnå en retvisende vurdering af om den ansøgende virksomhed er kvalificeret til at være optaget til handel på First North eller ej. I den forbindelse kan der stilles spørgsmålstejn ved, at optagelsesprocessens aktiviteter varetages af et internt organ hos operatøren af First North, nemlig overvågningsafdelingen. Dette behandles nærmere i et senere kapitel.

3.1.1.2. Optagelseskrav

Nedenfor gennemgås optagelseskravene vedrørende udstedere, og disses finansielle instrumenter. Det er overvejende på baggrund af overholdelsen optagelseskravene, at operatørens overvågningsafdeling vurderer om den enkelte udsteder, herunder dennes finansielle instrumenter, er kvalificeret til at være optaget til handel på First North eller ej. Selvom det i sin betegnelse "optagelseskrav" kunne antydes, at disse krav kun gør sig gældende på tidspunktet for selve noteringen, gør kravene sig imidlertid også gældende i al tid efterfølgende hvor den enkelte udsteder, og dennes finansielle instrumenter, er noteret til handel på First North (Nasdaq , 2019b, s. 4).

Optagelseskrav til udstederens finansielle instrumenter

Udstederens finansielle instrumenter, herunder aktier, skal imødekomme en række bestemmelser i First Norths regelsæt, for at kunne blive vurderet som kvalificerede til at være optaget til handel på denne markedsplads.

For at aktier kan blive optaget til handel på First North, er der krav om, at der foreligger tilstrækkeligt udbud og efterspørgsel af disse. Operatøren vurderer, at et tilstrækkeligt udbud og efterspørgsel er efterlevet, såfremt at der er et tilstrækkeligt antal aktionærer, som ejer aktier til en værdi af mindst 500 EUR, og hvis mindst 10% af den handlende aktieklasser forbeholdes offentligheden. I den forbindelse omfatter udtrykket "forbeholdes offentligheden" personer som direkte eller indirekte ejer 10% eller mindre af aktiekapitalen eller stemmerettighederne. Det offentlige ejerskab omfatter ikke personer, som er afhængige af udstederen, og endvidere personer som har forpligtiget sig til, ikke at afhænde deres aktier i en længere periode. Aktionærer som ejer aktier til en værdi af mindst 500 EUR, er defineret som kvalificerede aktionærer. Antallet af tilstrækkelige kvalificerede aktionærer skal som hovedregel udgøre mindst 300. Hvis dette krav ikke imødekommes, men hvor antallet af kvalificerede aktionærer udgør mere end 100, vil operatøren overveje at anse forholdet som værende tilfredsstillende, hvis udstederen har en aftale med en likviditetsudbyder (Nasdaq , 2019b, s. 6).

Ovenstående bestemmelser vedrørende offentligt ejerskab er en måde hvorpå, man sikrer korrekt og redelig handel med udstederes finansielle instrumenter på First North. På en sådan måde sikrer man i højere grad, at en pålidelig kursdannelse kan finde sted. Dog er kravet herom lempeligere vedrørende First North, end hvad tilfældet er vedrørende det regulerede marked. For Fondsbørsen i Danmark er der blandt andet krav om, at minimum 25% af aktiekapitalen eller stemmerettighederne skal ejes af offentligheden, hvilket er en ret markant forskel fra kravet om et offentligt ejerskab på 10% vedrørende First North (Nasdaq, 2020g, s. 15). Det lempeligere krav vedrørende First North, sammenlignet med Fondsbørsen, er blandt andet et udtryk for at små- og mellemstore virksomheder har sværere ved at imødekomme kravet om et offentligt ejerskab på

minimum 25%, eftersom at antallet af offentlige investorer vedrørende denne type af virksomheder typisk er lavere sammenlignet med større virksomheder. I indeværende afhandling afgrænses der fra at have et nærmere fokus på investorer, herunder hvorfor investorer i højere grad foretrækker investeringer i større virksomheder, sammenlignet med små- og mellemstore virksomheder.

Det lempeligere krav til First North vedrørende offentligt ejerskab er en tydelig indikation på, at man har fundet det nødvendigt at lempe på kvalitetskravene, for i højere grad at gøre det muligt og attraktivt for små- og mellemstore virksomheder at blive noteret på MHF'en. I den forbindelse er det dog væsentligt at der er en hensigtsmæssig balance mellem lempelsen på kravene til udstederne, herunder disses finansielle instrumenter, og udstedernes kvalitet, under hensyntagen til den offentlige tillid til markedspladsen. Dette behandles nærmere i et senere kapitel i indeværende afhandling.

Optagelseskrav til udstederen

De krav som den enkelte udsteder skal overholde i henhold til First Norths regelsæt, for at blive kategoriseret som værende en kvalificeret udsteder, gennemgås i dette afsnit.

For at udstedere kan være optaget til handel på First North, skal denne have en tilstrækkeligt arbejdskapital til rådighed i mindst 12 måneder efter første handelsdag. Dette er et krav, såfremt udstederen ikke kan påvise, at selskabet er rentabelt. I forlængelse heraf er det et krav, at udstederen kan demonstrere en løbende forretningsdrift ved notering på First North. Årsagen hertil er, at offentligheden skal kunne foretage en velbegrundet vurdering af udstederen i forbindelse med potentielle investeringer. Det er således ikke tilstrækkeligt, at udstederen har en forretningsidé og økonomiske ressourcer til at iværksætte idéen. Ifølge praksis er det typisk et krav, at udstederens aktiviteter skal være påbegyndt, og som hovedregel være udført i mindst seks måneder, for at kunne blive optaget til handel på First North. I særlige tilfælde kan denne periode dog mindskes, eksempelvis hvis udstederens forretningsaktiviteter er lette at evaluere grundet stabile og forudsigelige pengestrømme (Nasdaq , 2019b, s. 6).

I vurderingen af om en udsteder efterlever ovenstående økonomiske krav, bygger i høj grad på en revisors erklæringer i forbindelse med årsrapporter og lignende. I forlængelse heraf er det meningsgivende at virksomheder, som bliver noteret på First North, er underlagt krav, som omfatter virksomhedens finansielle situation og fremtidsudsigter, således at der ikke hersker usikkerhed herom vedrørende de noterede virksomheder. Vigtigheden af dette krav understreges ved inddragelse af Nanocover-sagen nedenfor.

Sagsforhold vedrørende Nanocover:

Nanocover er et selskab som blev noteret på First North i 2006, og sidenhen blev slettet herfra igen i 2009. Afnoteringen fra First North var ikke som følge af en frivillig anmodning herom til operatøren. Dette var i stedet som konsekvens af en administrativ beslutning foretaget af operatøren af First North. Baggrund for sletningen var blandt andet, at der herskede væsentlig usikkerhed omkring selskabets likviditet. Som følge heraf blev Nanocover placeret på observationslisten. Selskabet var på daværende tidspunkt meget presset rent økonomisk, hvilket blandt andet kom til udtryk i offentliggjorte pressemeddelelser, som omhandlede selskabets forsøg på at afhænde sit koncept til eksterne parter. Derudover fremgik det i selskabets årsrapport for 2008, at revisoren havde angivet supplerende oplysninger, som påpegede at der var en betydelig usikkerhed forbundet med selskabets fortsatte drift. Denne usikkerhed bestod konkret i, at selskabet havde stor gæld til sine kreditorer, og at der i den forbindelse herskede stor usikkerhed, omkring hvorvidt der kunne opnås gældsafsigelse herfor, som gjorde det muligt for selskabet at påbegynde nye aktiviteter. Derudover tegnede der sig i årene op til afnoteringen et meget tydeligt og dystert billede, af at selskabet befandt sig i en vanskelig økonomisk situation. Dette kom endvidere til udtryk ved at selskabets omsætning gennem flere regnskabsår var meget lille og at egenkapitalen var negativ (Nasdaq, 2010a, s. 66-67).

På baggrund af ovenstående vurderede operatøren af First North på daværende tidspunkt at det ikke var hensigtsmæssigt for markedspladsen og offentligheden i almindelighed, forsat at lade Nanocover være optaget til handel. Derfor blev selskabet pr. 5 januar 2010 slettet fra handel på First North. Bevæggrundene herfor var blandt andet at selskabet reelt ingen aktiviteter havde haft igennem mere end et år, og at der i næsten to år havde været betydelig usikkerhed forbundet med selskabets økonomiske situation og fremtidsudsigter. Selskabet havde endvidere ikke gjort noget for at imødekomme denne usikkerhed (Nasdaq, 2010a, s. 66-67).

Som følge af usikkerhed omkring Nanocovers økonomiske situation, herunder fremtidsudsigter anså operatøren af First North på daværende tidspunkt, det mest hensigtsmæssigt for markedspladsen som helhed at slette Nanocover fra optagelse til handel. Beslutningen blev taget under hensyntagen til den offentlige tillid til operatøren, markedspladsen og værdipapirmarkedet som helhed, hvilket underbygger at det ikke er gavnligt for enhver markedsplads, herunder First North, at have udstedere optaget til handel, med en usikker økonomisk situation. Set i lyset heraf skal reglerne omhandlende udsteders økonomiske og finansielle situation, beskrevet ovenfor, ses som en sikkerhedsforanstaltning, med det formål at afdække eventuelle risici vedrørende en given udsteders finansielle og økonomiske situation. Endvidere fremgår det tydeligt på baggrund af Nanocover-sagen, at det er vigtigt for et selskab at have aktiviteter, som sikrer kontinuerlige pengestrømme, og endvidere at have en omsætning og en egenkapital af en vis størrelse.

Endvidere fremgår det i sagsbeskrivelsen ovenfor, at revisors arbejde i form af de supplerende oplysninger i årsrapporten for 2008, i høj grad indgik i grundlaget hvorpå beslutningen om sletningen blev truffet. Revisor, herunder de finansielle rapporter og erklæringer, spiller altså dermed en væsentlig rolle i opretholdelsen af gennemsigtigheden vedrørende den enkelte udsteder. Der kan dog opstå risici i tilfælde af at operatøren af First North har blind tillid til en revisors arbejde, og ikke søger at opnå en berettiget tillid hertil. Hvis operatøren af First North træffer sanktioner udelukkende på baggrund af en revisors arbejde, da kan der opstå en situation, hvor sanktionerne bygger på et forfejlet eller misledende grundlag, i tilfælde af at revisorens arbejde ikke er tilstrækkeligt. Om det er rimeligt at have blind tillid til en revisors arbejde, behandles ikke nærmere i denne afhandling, eftersom at dette i sig selv udgør et afhandlingsemne. I stedet vil der i et senere kapitel forekomme en diskussion af, hvorvidt operatøren af First North bør implementere sikkerhedsforanstaltninger for at afdække risici forbundet hermed, således at der i højere grad opnås en berettiget tillid til revisors arbejde.

Som det fremgår ovenfor vedrørende Nanocover-sagen, kan det endvidere diskuteres hvorvidt operatøren af First North i det hele taget skulle have vurderet Nanocover som værende kvalificeret til at være optaget til handel på markedspladsen. Hvis operatøren af First North på daværende tidspunkt havde foretaget en mere dybdegående undersøgelse af Nanocover tidligere i forløbet, eksempelvis i optagelsesprocessen, er det ikke utænkeligt, at der havde været tydelige indikationer på, at der herskede væsentlig usikkerhed omkring selskabets økonomiske situation, og eksempelvis evnen til at demonstrere en løbende forretningsdrift. Det antages ud fra ovenstående sagsbeskrivelse, at Nanocover aldrig ville have været kategoriseret som en kvalificeret udsteder i dag, ud fra First Norths nuværende regelsæt. Dette skyldes at Nanocover blandt andet ikke ville være i stand til at imødekomme kravene om, at kunne demonstrere en løbende forretningsdrift, samt påvise en tilstrækkelig arbejdskapital for de kommende 12 måneder. I forbindelse med vurderingen heraf spiller den begrænsede omsætning, de manglende aktiviteter og den negative egenkapital gennem flere regnskabsår en central rolle. Optagelseskravene, som vedrører udstederes finansielle og økonomiske situation, bidrager dermed til at forhindre at virksomheder som Nanocover kan noteres eller forblive noteret på First North i dag. I forbindelse hermed, at det dog afgørende at operatøren, herunder særligt dennes overvågningsafdeling, i sin vurdering af en given udsteder, har kendskab til disse forhold, hvilket stiller krav til et tilstrækkeligt og hensigtsmæssigt internt tilsyn vedrørende udstederen, og dennes certificerede rådgiver.

Endvidere foreligger der krav til udstederens ledelse, for at selskabet kan være optaget til handel på First North. Udstederens bestyrelse og direktion skal besidde de rette kvalifikationer og tilstrækkelige kompetencer til at kunne varetage ledelsen af udstederen, og til at overholde forpligtelserne der medfølger når man er optaget til handel på First North (Nasdaq , 2019b, s. 6). Kravene vedrørende at udstederens ledelse skal besidde

de rette kvalifikationer og tilstrækkelige kompetencer er ikke entydige, eftersom at disse krav blandt andet afhænger af selskabets størrelse samt dets forretningsgange. Derfor foretages der en særskilt vurdering af dette forhold vedrørende alle udstedere på First North (Nasdaq , 2019b, s. 7).

Ovenstående krav til udstederes ledelse, kan kortfattet opsummeres til, at ledelsen i virksomheder som er noteret på First North, skal efterleve dele af elementerne som fremgår af betegnelsen "fit". "Fit" er en betegnelse for at man er egnet og kvalificeret, og knytter sig til ledelsesmedlemmer i finansielle virksomheder i Danmark. I henhold til betegnelsen "fit", så gælder dette for et ledelsesmedlem, når vedkommende er i stand til at udføre sine opgaver tilstrækkeligt, og dermed imødekomme sit ledelsesansvar. Ledelsesmedlemmer hos udstedere på First North kan tilegne sig den tilstrækkelige viden på afholdte seminarer og kurser forestået af Nasdaq Copenhagen A/S. Dette forekommer dog imidlertid ikke som et krav, men fremstår i stedet som en mulighed (Nasdaq , 2019b, s. 7).

En bestyrelse og en direktion er underlagt nogle opgaver, som skal udføres i overensstemmelse med kravene herom i selskabsloven. Nedenfor forekommer der en kort gennemgang af henholdsvis et bestyrelsesmedlems og et direktionsmedlems ledelsesansvarlige opgaver.

Jf. selskabsloven § 115 har bestyrelsen i kapitalselskaber til hensigt at udstikke retningslinjer vedrørende virksomhedens overordnede og strategiske ledelse, samt at sikre en forsvarlig organisation ved eksempelvis at føre tilsyn med den daglige drift, herunder direktionen. I forbindelse med at man bliver optaget til handel på en markedsplads, herunder First North, bliver kravene til et bestyrelsesmedlem blot større, eftersom at der som følge heraf, foreligger en række yderligere krav, som bestyrelsen skal være bevidste omkring i udførelsen af sine opgaver. Det er afgørende, at udstederens bestyrelse og direktion har en generel forståelse af markedspladsens reguleringer, herunder særligt de reguleringer som henvender sig specielt til udstederen (Nasdaq , 2019b, s. 7). Hvis et bestyrelsesmedlem og bestyrelsen som helhed ikke har de rette kvalifikationer og tilstrækkelige kompetencer, vil der opstå tvivl og problemer omkring opgaveudførelsen, herunder den overordnede og strategiske ledelse, samt tilsynet med direktionen og den daglige drift, hvilket i værste fald kan udmunde i usikkerhed omkring virksomhedens fremtidige drift. Det er dermed et essentielt element for en virksomhed og dennes muligheder, at have en bestyrelse som fungerer. Endvidere er det imidlertid også essentielt for en virksomhed, at denne har en direktion som fungerer, efter hensigten. En direktions grundlæggende opgave er at varetage den daglige ledelse i en virksomhed, som det fremgår af selskabsloven § 117, hvilket skal ske under hensyntagen til bestyrelsens retningslinjer og anvisninger.

Det er altså både afgørende at have en bestyrelse og en direktion, som fungerer efter hensigten. Dette kommer ligeledes til udtryk i Østre Landsrets domsafsigelse fra d. 26/10-2018 vedrørende Eik Bank Danmark A/S. Der forekommer ikke en yderligere

uddybning af sagens forhold end hvad der fremgår nedenfor, eftersom at dette uddrag blot anvendes til at underbygge hvorfor det er essentielt for en virksomhed, at dennes direktion og bestyrelse besidder de rette kvalifikationer og tilstrækkelige kompetencer. I forbindelse hermed er det heller ikke afgørende for konteksten, at Eik Bank ikke på noget tidspunkt har været optaget til handel på First North.

Sagsforhold vedrørende Eik Bank Danmark A/S:

Sagen vedrører bankens drift i perioden fra 2005 og indtil 30/9-2010, hvor Finansiell Stabilitet overtog driften heraf. Flere af bankens ledelsesmedlemmer, herunder medlemmer af direktionen og bestyrelsen, blev af Finansiell Stabilitet gjort ansvarlige for bankens umådeligt store tab på eksempelvis erhvervsudlån, som medførte at Finansiell Stabilitet måtte inddrages. Alle de involverede ledelsesmedlemmer havde alle påstået, at de var uskyldige i forbindelse hermed. Landsretten var dog til dels enige med anklagerne fra Finansiell Stabilitet, og pålagde henholdsvis to af direktionsmedlemmerne og to af bestyrelsesmedlemmerne at skulle betale erstatning på 28,6 millioner kroner. Landsretten argumenterede dette med, at disse ledelsesmedlemmer havde ageret ansvarspådragende ved bevillingen af særligt risikofyldte engagementer efter finanskrisens indtræden (Domstol.dk, 2018).

I forbindelse med ovenstående vedrørende Eik Bank-sagen, vurderede Landsretten at ledelsesmedlemmerne burde have vidst bedre, og dermed have undgået at bevillige særligt risikofyldte engagementer, i en tid som i forvejen var præget af stor usikkerhed. Ledelsesmedlemmerne havde altså ikke de rette kvalifikationer og tilstrækkeligt kompetencer, ved varetagelsen af sit hverv eller sin stilling.

På baggrund af ovenstående fremkommer det meget tydeligt, at manglende kvalifikationer og kompetencer blandt ledelsesmedlemmer kan have store følger og konsekvenser for en virksomhed. Netop derfor, er det vigtigt for operatøren af First North at pålægge, at udsteders ledelsesmedlemmer skal besidde netop dette, således at man for så vidt muligt undgår følgevirkningerne af utilstrækkeligt lederskab. Vedrørende udstedere på First North er det særligt vigtigt, at man som ledelsesmedlem har kendskab til de særlige forhold og reguleringer, som medfølger når man er noteret herpå, således at man er i stand til at varetage de ekstra opgaver, som i den forbindelse medfølger. Der kan dog i den forbindelse stilles spørgsmålstejn ved at det er operatørens overvågningsafdeling, som vurderer hvad der i det konkrete tilfælde udgør rette kvalifikationer og tilstrækkelige kompetencer vedrørende en given udsteders ledelsesmedlemmer, hvilket behandles i et senere kapitel i afhandlingen.

I praksis er det et krav, at mindst et medlem af bestyrelsen skal være uafhængig af udstederen, herunder af dennes ledelse og majoritetsaktionærer, for at bestyrelsen vurderes at besidde de fornødne kompetencer. Endvidere forholder det sig således i praksis, at maksimalt halvdelen af udstederens bestyrelsen må indgå i ledelsen, og omvendt må hele ledelsen heller ikke indgå i bestyrelsen. Som udgangspunkt må både udstederens administrerende direktør og økonomidirektør ikke indgå i bestyrelsen. Dette kan dog omgås i særlige tilfælde. Ydermere kan der foreligge ekstraordinære tilfælde, som kræver, at operatøren må stille skærpede krav til uafhængigheden vedrørende en udsteders bestyrelsesmedlemmer (Nasdaq , 2019b, s. 7).

I henhold til ovenstående er uafhængighed defineret på samme måde, som hvad der gør sig gældende vedrørende god selskabsledelse. I Danmark har Erhvervsstyrelsen iværksat en komité for god selskabsledelse, kaldet "Komitéen for god Selskabsledelse". Denne komité har defineret hvorledes uafhængighed i relation til bestyrelsesmedlemmer skal forstås. Komitéens definition heraf omfatter konkrete forhold og situationer, som ikke må finde sted, for at der kan være tale om uafhængighed (Komitéen for god selskabsledelse, 2017, s. 17). De retningslinjer vedrørende uafhængighed som Komitéen for god Selskabsledelse har udarbejdet, bidrager til at skabe gennemsigtighed omkring, hvad uafhængighedsbegrebet indebærer. Dette betyder at selskaber i højere grad har muligheden for at imødekomme kravet om uafhængighed i bestyrelsen. Uafhængighedsbegrebet knytter sig endvidere til betegnelsen "proper". "Proper" er en engelsk betegnelse for ren og hæderlig, som ledelsesmedlemmer i danske finansielle virksomheder skal imødekomme. Ved at være uafhængig og dermed imødekomme et af kravene på vej mod at blive anset som "proper", vil der i mindre grad opstå tvivl omkring bestyrelsesmedlemmets integritet, herunder medlemmets opgaveudførelse. Kravet om uafhængighed vedrørende en given udsteders bestyrelse, skal derved ses som et værn mod uetisk og umoralsk selskabsledelse.

Det er endvidere interessant at have for øje, at udstedere på First North ikke er underlagt krav om at forholde sig til Komitéen for god Selskabsledelses generelle anbefalinger om god selskabsledelse. Dette adskiller sig imidlertid fra hvad der gør sig gældende vedrørende udstedere på det regulerede marked i Danmark. Danske udstedere på Fondsbørsen er underlagt krav om at forholde sig til Komitéens anbefalinger om god selskabsledelse, og i den forbindelse redegøre for, hvorledes de forholder sig til disse anbefalinger. Udstedere noteret på Fondsbørsen skal mindst én gang om året offentliggøre en erklæring, om hvorledes selskabet imødekommer komitéens anbefalinger for god selskabsledelse (Nasdaq, 2020g, s. 37). Erklæringen skal offentliggøres under hensyntagen til et "følg eller forklar"-princip, som har til formål at redegøre for hvorledes virksomheden følger komitéens anbefalinger, eller hvorledes og hvorfor virksomheden afviger fra komitéens anbefalinger (Werlauff E. , 2016, s. 32). Komitéens anbefalinger om god selskabsledelse er retningslinjer for, hvad der vurderes at være den bedst

mulige selskabsledelse for selskaber, som har aktier optaget til handel på et reguleret marked. Formålet hermed er blandt andet at sikre, at relevante aktører får indsigt i selskabernes ledelse, og dermed understøtte værdiskabende og ansvarlig ledelse, og styrke selskabernes langsigtede konkurrenceevne (Komitéen for god selskabsledelse, 2017, s. 3). Med tanke på Eik Bank-sagen, beskrevet tidligere i indeværende afsnit, hvor det blev understreget hvor essentiel en god selskabsledelse er for en virksomhed, er det tankevækkende at udstedere på Fondsbørsen er underlagt krav om at forholde sig til anbefalingerne om god selskabsledelse, for at kunne være kvalificeret, men at dette derimod ikke er et krav for udstedere på First North. Kravet om at man skal forholde sig til god selskabsledelse, er nemlig i høj grad en sikkerhedsforanstaltning, med det formål at afdække risiciene vedrørende utilstrækkelig og uhensigtsmæssig selskabsledelse.

Ovenstående er endnu en indikation på, at det er lettere for virksomheder at blive vurderet kvalificeret på First North, sammenlignet med Fondsbørsen. Årsagen hertil, skal ses i lyset af at First North er tænkt som en markedsplads for vækstvirksomheder, herunder typisk små- og mellemstore virksomheder. Vækstvirksomheder har typisk begrænsede ressourcer sammenlignet med større og etablerede virksomheder, som man eksempelvis finder på Fondsbørsen. I forbindelse med at det anses som værende meget ressourcekrævende at blive noteret på en markedsplads, er det i højere grad muligt for vækstvirksomheder at imødekomme First Norths lempeligere krav, sammenlignet med Fondsbørsens. First North er altså gået på kompromis med udstedernes kvalitetskrav, for at gøre det mere attraktivt for vækstvirksomheder at lade sig notere på denne markedsplads. I forhold til tillidsbegrebet er det dog essentielt for First North, at der er en hensigtsmæssig balance mellem kvalitetslempelsen og antallet af udstedere. First North har på den ene side stor interesse i at øge antallet af udstedere, men har samtidigt ingen interesse i at kvaliteten af udstedere bliver uhensigtsmæssig dårlig, således at den offentlige tillid til markedspladsen som helhed forringes. Hvorvidt First Norths definition af en kvalificeret udsteder er tilstrækkelig under hensyntagen til den offentlige tillid til markedspladsen diskuteres i et senere kapitel i afhandlingen.

Når man som aktieudsteder er optaget til handel på en markedsplads, som eksempelvis First North, er der krav om, at man skal providere markedet og eksterne aktører med information, hvilket blandt andet omfatter at udstederen skal videregive insiderviden i overensstemmelse med artikel 17 i MAR. En udsteder på First North er også omfattet af andre oplysningskrav. I forbindelse med videregivelsen og offentliggørelsen af oplysninger og informationer, er det et krav, at den enkelte udsteder har en organisation og et personale som i den forbindelse er tilstrækkeligt. Dette betyder i praksis, at udstederen skal have en organisation som sikrer, at information rettidigt og korrekt videregives til markedet. Derfor forventes det også, at udstederens organisation og rutiner vedrørende videregivelse af information skal være fastlagt inden optagelsen på First North, er gennemført (Nasdaq , 2019b, s. 7). På denne måde sikrer operatøren af First North, at

udstedere i al den tid, hvor disse er optaget til handel på markedspladsen, er i stand til at opfylde sine forpligtelser i henhold til videregivelse af information og oplysninger til markedet. Informationer og oplysninger fra virksomheder, som er noteret på enhver markedsplads, er nemlig fundamentale for investorer og offentligheden i almindelighed i forhold til at træffe beslutninger på et tilstrækkeligt og kvalificeret oplysningsgrundlag. Såfremt at en udsteder noteret på First North ikke er i stand til at providere markedet med den krævede information og dermed efterleve informations- og oplysningskravene, da vil offentligheden ikke være i stand til at kunne foretage en retvisende vurdering af den enkelte udsteder. Dette kom blandt andet til udtryk i forbindelse med Nanocover-sagen.

Yderligere sagsforhold vedrørende Nanocover:

Udover at Nanocover blev slettet fra First North, som følge af sin økonomiske situation, hvilket er beskrevet tidligere i indeværende afsnit, da var sletningen også en konsekvens af selskabets manglende mulighed for at overholde sine oplysnings- og informationsforpligtelser. I sags-vurderingen lagde operatøren af First North vægt på, at selskabet ikke havde nogle medarbejdere, og reelt en organisation som var i stand til at efterleve oplysnings- og informationskravene, hvilket var medvirkende til at Nanocover blev slettet fra handel på markedspladsen (Nasdaq, 2010a, s. 68).

På baggrund af ovenstående fremgår det tydeligt, at det er essentielt for et selskabs optagelse til handel på First North, at dette har et personale som besidder den tilstrækkelige kvantitet og kvalitet ved varetagelsen af informationsvideregivelse til offentligheden. Nanocover-sagen var et forløb som på daværende tidspunkt fik stor mediebevågenhed, og netop derfor var det afgørende for operatøren af First North, at selskabet kunne levere de nødvendige oplysninger og informationer herom til offentligheden. Dette var Nanocover således ikke i stand til, hvilket var medvirkende til at selskabet blev slettet fra handel på First North.

I praksis indebærer kravet om et tilstrækkeligt personale og organisation til efterlevelsen af oplysnings- og informationskravene, at en udsteder skal have struktureret et finansielt rapporteringssystem, som muliggør at rapporteringen til bestyrelsen og direktionen sker hurtigt og hyppigt. På den måde sikres det, at ledelsen har det nødvendige grundlag at træffe beslutninger på baggrund af. (Nasdaq, 2019b, s. 7). Rapportering, herunder finansiell rapportering, til bestyrelse og direktion er et centralt element i en virksomhed, eftersom at det i høj grad er på baggrund heraf, at beslutninger på det strategiske niveau foretages. Hvis en virksomheds rapporteringssystem slår fejl, kan det have konsekvenser i form af, at der kan træffes strategiske beslutninger på et forfejlet eller misledende grundlag, eller at bestemmelser i First Norths regelsæt ikke kan imødekommes. Netop derfor skal rapporteringssystemet internt hos udstedere ses som en sikkerhedsforanstaltning, med det formål at imødekomme sådanne konsekvenser.

Udover et finansielt rapporteringssystem, indebærer kravet om at en udsteder skal

besidde den rette organisation og det rette personale til at efterleve informations- og oplysningskravene, også at udstederens operationelle organisationsniveau skal være i stand til at håndtere den daglige videregivelse af information. Derfor er normen typisk, at mindst én person, udover den administrerende direktør, har tilladelse til at kommunikere eksternt på udstederens vegne (Nasdaq , 2019b, s. 7). Ved at give andre personer end direktionen, herunder den administrerende direktør, tilladelse til at kommunikere eksternt på udstederens vegne, opnår man en hurtigere og mere direkte kommunikation til relevante eksterne aktører, eftersom at videregivelsen af information fra udstederen i mindre grad bremser. Dog kan der forekomme usikkerhed omkring selve indholdet af denne information. Denne usikkerhed kan undgås, ved at implementere retningslinjer for at sådanne personer, skal besidde de nødvendige kompetencer og rette kvalifikationer til at kunne varetage og imødekomme dette ansvar.

I forlængelse af ovenstående forventes det at udstederen ydermere har implementeret en informations- og kommunikationspolitik med det formål at fremme rettidig, pålidelig, præcis, og ajourført information til markedet. Denne politik skal ifølge praksis udformes på en sådan måde, at overholdelsen heraf ikke afhænger af enkelte personer, og skal endvidere tilpasses den enkelte udsteder. (Nasdaq , 2019b, s. 7).

Informations- og kommunikationspolitikken bidrager i høj grad til at øge gennemsigtigheden internt hos en virksomhed, omkring retningslinjerne for videregivelse og offentliggørelse af information til både markedet og operatøren af First North. Dette betyder at virksomheder i højere grad vil være i stand til at kunne overholde informations- og oplysningskravene.

3.1.1.3. Substantielle ændringer vedrørende udstederen

Såfremt en udsteder, som allerede er optaget til handel på First North, oplever substantielle ændringer, som betyder at den skal opfattes som en helt ny virksomhed, da kan og vil operatøren af First North som udgangspunkt påbegynde en undersøgelse af den pågældende udsteder (Nasdaq , 2019b, s. 9).

Ved en samlet evaluering af undersøgelsen, vil det fastsættes hvorvidt der er sket en identitetsændring af udstederen eller ej. I forbindelse med vurderingen af om en udsteder er gennemgået substantielle ændringer foreligger der ikke klare retningslinjer, eftersom at dette vil på en særskilt evaluering af den enkelte udsteders pågældende situation (Nasdaq , 2019b, s. 9). Såfremt en udsteder har planlagt en fremtidig identitetsændring, skal operatøren af First North kontaktes på forhånd, således at den fremtidige handel med udstederens finansielle instrumenter kan fortsætte så smertefrit som overhovedet muligt (Nasdaq , 2019b, s. 9).

Reglerne vedrørende substantielle ændringer er et beskyttelsesværn, som i høj grad har til opgave at sikre at en given udsteder forbliver kvalificeret efter indtrædelsen og

gennemførelsen af substantielle ændringer. Dette kommer blandt andet til udtryk vedrørende selskabet HIO Property Invest A/S' placering på observationslisten. Der var flere årsager til at HIO Property Invest A/S blev placeret på observationslisten, og en af disse var grundet substantielle ændringer i selskabet.

Sagsforhold vedrørende HIO Property Invest A/S:

EVA Holding ApS offentliggjorde d. 29/03-2010 et pligtmæssigt overtagelsestilbud til HIO Property Invest A/S, som følge af at selskabet havde erhvervet sig en kontrollerende aktiepost. Med udsigt til ændringer i HIO Propertys ejerstruktur, da vurderede operatøren af First North på daværende tidspunkt, at der var tale om substantielle ændringer, som gav anledning til at selskabet skulle opfattes som et helt nyt selskab. Dette betød at operatøren af First North placerede selskabet på observationslisten således, at der ikke kunne handles med selskabets finansielle instrumenter i denne periode (Nasdaq, 2010b).

På baggrund af ovenstående undgik man, at der forekom uhensigtsmæssigt store udsving på selskabets finansielle instrument, hvilket blandt andet var medvirkende til at sikre investorenes position. Derudover fremgår det tydeligt, at det på baggrund af HIO Propertys placering på observationslisten, opfattes som substantielle ændringer, såfremt man har en formodning om at der forekommer væsentlige ændringer i et selskabs ejerstruktur. Operatøren af First North vil i henhold til reglerne om substantielle ændringer i ovenstående tilfælde påbegynde en ny undersøgelse af selskabet, hvis overtagelsestilbuddet gennemføres, med det formål at sikre, at selskabet efter ændringen, fortsat er kvalificeret, og endvidere ønsker at være optaget til handel på First North.

3.1.1.4. Gebyr og betaling

En udsteder skal betale en række gebyrer til operatøren af First North, som det fremgår af tabel 2.

Type af gebyr	Beløb
Ansøgningsgebyr	140.000 DKK
Årligt gebyr, minimum	72.000 DKK
Årligt gebyr, maksimum	302.400 DKK

Tabel 2: Gebyrliste vedrørende udstedere på First North. Kilde: (Nasdaq, 2020a)

Udstederen betaler operatøren af First North et gebyr i forbindelse med optagelsesprocessen. Dette ansøgningsgebyr udgør under alle omstændigheder 140.000 DKK, og betales senest på det tidspunkt, hvor ansøgningen tilsendes til First North. Uanset om ansøgningen medfører, at selskabet bliver optaget til handel på markedet eller ej, vil gebyret ikke blive refunderet (Nasdaq, 2019b, s. 10).

I tilfælde af at operatøren af First North fastlægger at en udsteder oplever substantielle ændringer, da kan en udsteder blive opkrævet at skulle betale et nyt ansøgningsgebyr (Nasdaq, 2020a). Ingen er interesseret i at betale det samme gebyr to gange, hvorved at First Norths omkostningsstruktur i høj grad appellerer til, at udstedere skal undgå at blive omfattet af substantielle ændringer, for at undgå en dobbeltbetaling af ansøgningsgebyret. Udstedere, som er nødsaget til at gennemgå substantielle ændringer, kan i den forbindelse have incitament til at skjule, tilsløre eller ændre oplysninger for operatøren, som måtte indikere at udstederen oplever substantielle ændringer, med det formål at undgå at skulle betale endnu et ansøgningsgebyr på 140.000 DKK. Udstedere er, som det blev beskrevet i et tidligere afsnit, også underlagt krav om at kontakte operatøren i tilfælde af, at udstederen har planlagt fremtidige substantielle ændringer. Det er ikke umuligt at forestille sig, at visse udstedere kan og vil spekulere i, ikke at kontakte operatøren vedrørende fremtidige substantielle ændringer, med det formål ikke at skulle betale ansøgningsgebyret igen. Såfremt operatøren ikke bliver bekendt med en udsteders substantielle ændringer, kan dette potentielt betyde at en ikke-kvalificeret udsteder er noteret til handel på markedspladsen, hvilket ikke er gavnligt for den offentlige tillid til markedspladsen som helhed.

Med tanke på et First North er en markedsplads for vækstvirksomheder, herunder særligt små- og mellemstore virksomheder, da udgør et beløb på 140.000 DKK en væsentlig sum, hvorved at gebyrstrukturen umiddelbart ikke er hensigtsmæssig.

Omvendt er det dobbelte ansøgningsgebyr dog også et udtryk for, at markedspladsen bruger mange ressourcer på at undersøge en udsteder i tilfælde af substantielle ændringer. I den forbindelse kan der forekomme en risiko for at undersøgelsen af udstederen ikke er tilstrækkelig, hvis ressourcerne ikke matcher hvad der kræves, for at gennemføre undersøgelsen og sikre dennes kvalitet. En utilstrækkelig undersøgelse kan betyde, at en ikke-kvalificeret udsteder kan blive optaget til handel på First North, hvilket ligeledes ikke er til gavn for den offentlige tillid til markedspladsen som helhed.

Det er altså dermed afgørende at operatøren har en omkostningsstruktur som både tilgodeser at undersøgelsen af en udsteder i forbindelse med substantielle ændringer kan foretages kvalitativt, og at udstederne intet incitament har til at omgå omkostningsstrukturen, ved eksempelvis at tilsløre eller skjule oplysninger.

Når en udsteder er blevet optaget til handel på First North, vil denne udover ansøgningsgebyret også blive omfattet af at skulle betale et årligt gebyr til operatøren. Dette gebyr vil variere i størrelse afhængigt af den pågældende udsteders situation. Det årlige gebyr er indrammet af en nedre og øvre grænse, som definerer gebyrets minimale og

maksimale størrelse. Minimumsgrænsen for det årlige gebyr er 72.000 DKK, og maksimumsgrænsen er 302.400 DKK, som det fremgår af tabel 2 (Nasdaq, 2020a).

Det årlige gebyr, som skal betales, er baseret på den gennemsnitlige markedsværdi vedrørende den pågældende udsteder for det forgangne år. Jo større markedsværdi, jo større bliver det årlige gebyr, som udstederen skal betale til operatøren. Gebyret er forudbetalt for det pågældende år, og er dermed et gebyr, som giver udstederen adgang til at være optaget til handel på First North i dette kalenderår. Hvis en udsteder bliver frataget sin tilladelse til at være optaget til handel på First North, da vil udstederen ikke få refunderet gebyret. Hvis udstederen derimod bliver forflyttet til et andet marked, som operatøren af First North også er ansvarlig for, da vil gebyret blive refunderet (Nasdaq, 2020a).

Det er essentielt at markedspladsen har ressourcerne til blandt andet at kunne føre tilsyn og kontrol med udstedernes overholdelse af regelsættet således, at antallet af kvalificerede udstedere opretholdes. Dog er det for markedspladsens drift imidlertid også vigtigt at gebyrerne ikke er for belastende for den enkelte udsteder således, at disse føler behov for at anmode om afnotering fra First North. Dette kom blandt andet til udtryk i forbindelse med Athena IT-Groups A/S' anmodning om, og senere faktiske afnotering fra First North. I en selskabsmeddelelse udsendt d. 29/9-2015 fremgår det at bestyrelsen i Athena ville fremstille et forslag om afnotering fra First North eftersom, at de økonomiske konsekvenser ved optagelse til handel på First North var for store. En af årsagerne hertil, var at der hvert år forelagde ikke-uvæsentlige omkostninger forbundet med optagelsen, som var langt større end værdien ved at være noteret på markedspladsen. Bestyrelsen begrundede i selskabsmeddelelsen desuden, at de havde den opfattelse at en fortsat notering på First North decideret ville begrænse selskabets mulighed for fremtidig vækst, og at dette endvidere var konkurrencehæmmende for selskabet (Athena IT-Group A/S, 2015). Det er således afgørende for First North, at der er en hensigtsmæssig balance mellem værdiskabelsen for en given udsteder ved at være noteret, gebyrets størrelse, og ressourcerne som kræves for at føre tilsyn med, og kontrollere om udstederen af kvalificeret eller ej. Athenas afnotering fra First North er i høj grad et udtryk for, at der ikke er en hensigtsmæssig balance mellem disse parametre. Gebyrets størrelse og ressourcerne som kræves for at føre tilsyn med en given udsteder, er i vid udtrækning fasttømrede størrelser, hvorimod særligt værdiskabelsen ved optagelsen på First North er en størrelse, som er meget afhængig af blandt andet tillidsudviklingen. I den forbindelse er det meget afgørende for den fremadrettede drift af First North, at markedspladsen oplever en offentlig tillid, som øger værdiskabelsen for udstederne ved at være optaget til handel herpå.

3.1.1.5. Oplysningskrav til operatøren og den certificerede rådgiver

I en række tilfælde har udstedere på First North krav om at videregive information til både operatøren og den certificerede rådgiver. Dette er en afgørende forudsætning for henholdsvis operatørens og rådgiverens tilsyn og kontrol med udstederens overholdelse af regelsættet.

Al information som udstederen offentliggør, skal også videregives til både operatøren af First North og udstederens certificerede rådgiver. Dette skal ske samtidigt med, at offentliggørelsen finder sted. Dog er henholdsvis operatøren og rådgiveren berettiget og forpligtiget til at modtage yderligere oplysninger vedrørende en given udsteder, som ikke bliver offentliggjort. Dette er i henhold til First Norths regelsæt en forudsætning, for at disse parter kan føre hensigtsmæssigt tilsyn og kontrol med udstederen, og dennes overholdelse af regelsættet, under hensyntagen til den offentlige tillid til markedspladsen (Nasdaq , 2019b, s. 25).

Ovenstående kommer blandt andet til udtryk ved, at en udsteder ved optagelse af sine finansielle instrumenter til handel på First North er omfattet af kravet, om at providere sin tilknyttede certificerede rådgiver med den information, som gør det muligt for rådgiveren at overholde sine krav. Dette omfatter blandt andet information vedrørende udstederen og udstederens forretning, men også anden information, som vurderes væsentlig i forhold til at den certificerede rådgiver kan sørge for, at den pågældende udsteder overholder First Norths regelsæt, og i øvrigt gældende lovgivning (Nasdaq , 2019b, s. 25). Udover at providere den certificerede rådgiver med information når det kræves, er udstederen også omfattet af kravet om at skulle stille den nødvendige og efterspurgte information til rådighed for operatøren. Dette vedrører information som operatøren kræver, for at kunne føre tilsyn med, hvor vidt udstederen overholder regelsættet samt i øvrigt gældende lovgivning eller ej (Nasdaq , 2019b, s. 25). Dog holdes operatøren af First North sig typisk ajourført med en given udsteder gennem den certificerede rådgiver. Dette kommer blandt andet til udtryk i forbindelse med at udstedere på First North har krav om at underrette sin certificerede rådgiver hurtigst muligt i tilfælde af organisatoriske ændringer. I forbindelse hermed har den certificerede rådgiver ansvaret for at underrette operatøren hurtigst muligt (Nasdaq , 2019b, s. 25).

Kommunikationen mellem henholdsvis udstederen, operatøren og den certificerede rådgiver er et centralt element i opretholdelsen af kvalificerede udstedere på First North. Dette skyldes, at det i høj grad er på baggrund af kommunikationen med udstederen, at henholdsvis operatøren af First North og den certificerede rådgiver tilegner sig et kvalificeret oplysningsgrundlag, hvorved at der i højere grad kan foretages en velbegrunnet vurdering af om den pågældende udsteder efterlever regelsættet eller ej. Kommunikationslinjerne mellem udstederen, operatøren og den certificerede rådgiver skal

således være entydige og klare, med det formål at undgå tvivl omkring om en udsteder er kvalificeret.

3.1.2. Prospekt og virksomhedsbeskrivelse

Når et selskab ønsker at udbyde værdipapirer til offentligheden ved at blive optaget til handel på First North, skal der i forbindelse med ansøgningen hertil, vedlægges et prospekt eller en virksomhedsbeskrivelse, som skal offentliggøres (Nasdaq , 2019b, s. 11). I indeværende afsnit behandles prospekter, og i særdeleshed virksomhedsbeskrivelser nærmere, særligt i relation til tillidsbegrebet.

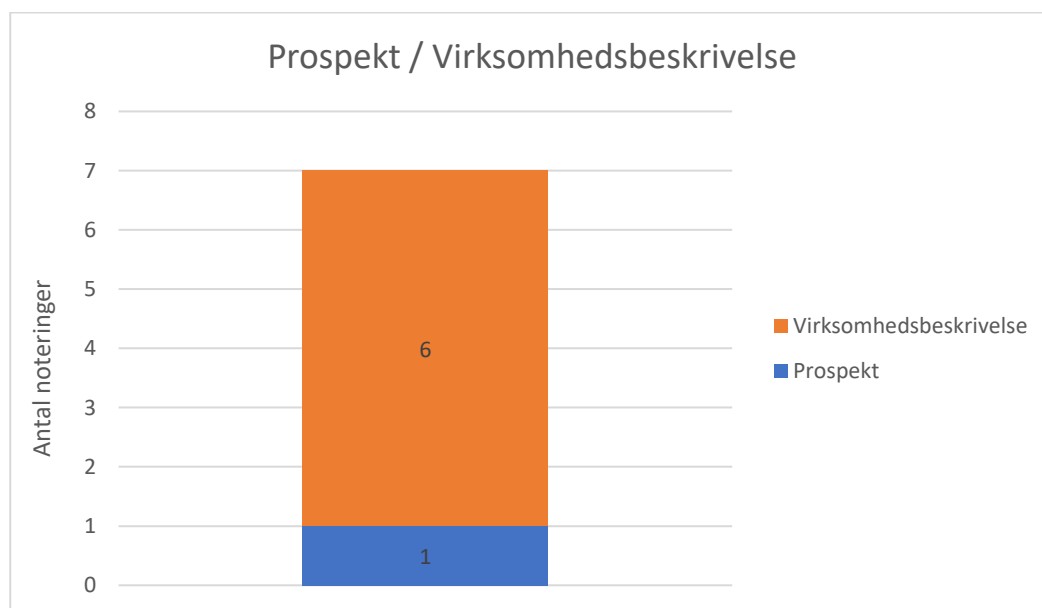
Både et prospekt og en virksomhedsbeskrivelse har til formål at give investorer og offentligheden et velinformeret grundlag vedrørende en udsteder. Som det blev beskrevet i afsnit 3.1.1.1., er prospekter og virksomhedsbeskrivelser dog også særligt vigtige for overvågningsafdelingens vurdering af, om en given udsteder er kvalificeret eller ej. Et prospekt eller en virksomhedsbeskrivelse vedrørende en given udsteder, er altså et redskab, som operatørens overvågningsafdeling anvender, for at opnå en berettiget tillid til udstederen, hvorved at der i højere grad kan foretages en retvisende vurdering af om udstederen efterlever regelsættets optagelseskrav. Dette kommer blandt andet tydeligt til udtryk i en sag vedrørende fratagelsen af en certificeret rådgivers status som certificeret rådgiver. I sagsfremstillingen fremgår følgende formulering:

"I forbindelse med virksomhedsbeskrivelsen, som danner grundlag for optagelse til handel på First North..." (Nasdaq , 2017, s. 21).

Dermed kan man sige at prospektet eller virksomhedsbeskrivelsen er et informationsmateriale, som har til formål at afdække eventuelle risici vedrørende en udsteder forbindelse med dennes optagelse til handel på First North. Kravet om prospekt eller virksomhedsbeskrivelse er således implementeret under hensyntagen til den offentlige tillid til markedspladsen som helhed (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 409).

En udsteder på First North kan være underlagt prospektkrav i forbindelse med optagelse til handel på First North. Prospektkravet indtræffer når værdipapirer udbydes til offentligheden, og hvis markedsværdien af heraf ikke er under 8 millioner euro jf. KAPML § 10. Hensigten med en sådan tærskel er, at mindre udbud i højere grad holdes uden for kravet om udarbejdelse af et prospekt, eftersom at dette er en meget omfangsrig og kostbar proces, som kan være vanskelig for små- og mellemstore virksomheder at imødekomme. Dette skal i højere grad give små- og mellemstore virksomheder incitament til og mulighed for at foretage udbud af værdipapirer til offentligheden. Selvom et selskab ikke ifalder krav om udarbejdelse af et prospekt, har et selskab dog altid ret til at udarbejde et prospekt på eget initiativ (Werlauff E. , Prospekt, oplysningsforpligtelser, 2020).

Bestemmelsen om prospektkrav i kapitalmarkedsloven udspringer af prospektforordningen, der som udgangspunkt trådte i kraft d. 21/7-2019 jf. art. 49, stk. 2 i denne forordning. Dog gælder der for nogle af bestemmelserne i forordningen, at disse fandt anvendelse tidligere end denne dato. Dette vedrører blandt andet tærskelværdien på 8 millioner euro, som allerede havde virkning fra 21/7-2018 jf. prospektforordningen art. 49, stk. 2. Med udgangspunkt heri, har forfatterne fundet det interessant at undersøge hvor mange af virksomhederne som efter denne dato er blevet noteret på First North, der har udarbejdet et prospekt. Som det fremgår af figur 4, er der i alt blevet noteret 7 selskaber på First North efter tærsklens ikrafttrædelse, hvoraf blot et enkelt selskab har udarbejdet prospekt.



Figur 4: Prospekt/virksomhedsbeskrivelse efter prospektforordningens ikrafttrædelse.

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i bilag 1.

Det eneste selskab som jf. figur 4 har udarbejdet et prospekt, er Astralis Group A/S. Astralis blev omfattet af kravet om prospekt, da udbuddet af værdipapirerne til offentligheden som minimum ville udgøre 125 millioner kr., hvilket overstiger minimumstærsklen på 8 millioner euro (Astralis Group A/S, 2019, s. 1).

Eftersom at stort set alle af de nyligt noterede selskaber på First North, ikke har udarbejdet prospekter, men i stedet en virksomhedsbeskrivelse, fremkommer det tydeligt at tærsklen ved et offentligt udbud på minimum 8 millioner euro i høj bidrager til at selskaberne som påtænker at blive noteret på First North, kan undgå at udarbejde et prospekt, og dermed i stedet "nøjes" med at udarbejde en virksomhedsbeskrivelse.

En væsentlig forskel mellem et prospekt og en virksomhedsbeskrivelse er, at et prospekt er underlagt godkendelse hos Finanstilsynet jf. prospektforordningens art. 20, stk. 1, hvilket virksomhedsbeskrivelsen ikke er.

Virksomhedsbeskrivelsen skal i stedet godkendes af operatøren af First Norths overvågningsafdeling (Nasdaq , 2019b, s. 11). Som følge heraf anses prospekter som værende mere troværdige og valide end virksomhedsbeskrivelser, da disse godkendes af en uafhængig og i højere grad objektiv tredjepart. Prospektet vurderes dermed i højere grad at afdække eventuelle risici forbundet med en udsteder, hvorved at henholdsvis risikoen for optagelsen af ikke-kvalificerede udstedere minimeres, og den offentlige tillid til markedspladsen forbedres. Den offentlige tillid til First North vurderes altså dermed at kunne forbedres, hvis omstændighederne som fremgår af figur 4 var omvendte, således at størstedelen af de nyligt noterede selskaber i stedet havde udarbejdet et prospekt fremfor en virksomhedsbeskrivelse. Virksomhedsbeskrivelsen er dog en sikkerhedsforanstaltning med det formål at imødekomme en situation hvor et selskab ikke ifalder prospektkravet. I en sådan situation afdækkes risiciene vedrørende en given udsteder i stedet i form af en virksomhedsbeskrivelse, hvor relevante aktører på baggrund heraf kan foretage en vurdering af det pågældende selskab. Med First Norths registrering som et SMV-vækstmarked er virksomhedsbeskrivelsen et, som operatøren skal fremsætte til den enkelte udsteder, i tilfælde af at prospektpligten ikke indtræder jf. KAPML § 111, stk. 1, pkt. 3.

I relation til ovenstående er det meget tydeligt, at lovgivningen vedrørende prospekter i Danmark er udformet og tolket således, at den i høj grad tilgodeser små- og mellemstore virksomheders mulighed for at foretage udbud af værdipapirer til offentligheden, og i mindre grad har fokus på kvaliteten, og dermed den offentlige tillid til en markedsplads. Selvom bestemmelserne vedrørende prospekter udspringer af en EU-forordning, som er direkte anvendelig i Danmark, da indeholder prospektforordningen ingen bestemmelser som forhindrer, at man mindsker minimumstærsklen for værdien af værdipapirer udbudt til offentligheden. En mindskelse af denne minimumstærskel ville betyde at flere selskaber ville blive omfattet af prospektkravet, hvilket som udgangspunkt ville være gavnligt for den offentlige tillid til First North. Danmark har dog imidlertid ikke forholdt sig hertil, og følger i stedet direkte bestemmelserne herom jf. prospektforordningens art. 3, stk. 2.

I henhold til ovenstående er det imidlertid væsentligt for driften af en MHF, at der er en sund balance og sammenhæng mellem hensynet til udstederen og den offentlige tillid til markedspladsen. Dette skyldes at, driften af en markedsplads er afhængig af både udstederes tilstedeværelse herpå, og den offentlige tillid hertil. Netop derfor har det ingen nyttevirkning at gøre det for ressourcekrævende for selskaber at blive noteret på markedspladsen, ved at pålægge disse for omkostningstunge krav om eksempelvis prospekt, hvorved at det er begrænset med små- og mellemstore virksomheder som har mulighed og interesse i at lade sig notere på markedspladsen. Det har imidlertid heller ingen nyttevirkning at kravene til udstederne er så minimale, at den offentlige tillid hertil ligeledes er minimal således, at der ikke forekommer handel på markedspladsen.

Balancen mellem lempede krav og kvalitet behandles nærmere i et senere kapitel i afhandlingen.

De indholdsmæssige forskelle mellem et prospekt og en virksomhedsbeskrivelse behandles ikke i afhandlingen. I stedet er fokus udelukkende på indholdet af virksomhedsbeskrivelsen eftersom, at figur 4 afspejler en situation på First North omkring at nyligt noterede selskaber primært udarbejder virksomhedsbeskrivelser fremfor prospekter.

En virksomhedsbeskrivelse er tiltænkt samme rolle og formål som et prospekt, for selskaber som ikke er underlagt krav om udarbejdelse af prospekt. Nedenfor forekommer der en gennemgang og analyse af virksomhedsbeskrivelsens indhold. Som det blev beskrevet tidligere, skal en udsteder under optagelsesprocessens fjerde skridt fremsende en reel ansøgning om optagelse til handel på First North. Denne ansøgning skal indeholde en virksomhedsbeskrivelse af den pågældende udsteder, som er underlagt nogle krav i henhold til First Norths regelsæt. Den certificerede rådgiver har i samspil med udstederen til opgave, at disse krav bliver efterlevet (Nasdaq , 2019b, s. 11). Den certificerede rådgivers involvering i virksomhedsbeskrivelsen bidrager til, at virksomhedsbeskrivelsen vedrørende en given udsteder i højere grad vil imødekomme kravene herom. I den forbindelse er det dog en forudsætning, at den certificerede rådgiver har de rette kvalifikationer og tilstrækkelige kompetencer, til at varetage denne opgave.

Virksomhedsbeskrivelsen skal indeholde al den information, som ud fra udstederens specifikke karakter, er nødvendige for at gøre det muligt at foretage en velbegrunder vurdering af udstederen, herunder af dennes aktiver og passiver, risici, finansielle position, ledelse mv.

Det specifikke krav til virksomhedsbeskrivelsen er, at denne som minimum skal indeholde punkterne, som fremgår af tabel 3 (Nasdaq , 2019b, s. 11-13):

Virksomhedsbeskrivelse skal som minimum indeholde følgende:	
1	Beskrivelse af væsentlige forhold
2	Årsrapporter eller årsregnskaber
3	Andre økonomiske rapporter
4	Fremtidsudsigter
5	Beskrivelse og erklæring vedrørende aktiver og passiver
6	Beskrivelse af ledelsesorganer
7	Essentielle økonomiske hændelser
8	Beskrivelse af incitamentsbaserede aktieprogrammer
9	Beskrivelse af finansielle instrumenter
10	Dato for første "gang"
11	Information om certificeret rådgiver og evt. likviditetsudbyder
12	Anden relevant information

Tabel 3: Oversigt over hvad udstederens virksomhedsbeskrivelse skal indeholde.

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i (Nasdaq , 2019b, s. 11-13)

Væsentlige forhold jf. det første punkt i tabel 3, udgør blandt andet forretningsmæssige forhold som udstederens forretningsmodel, konkurrencemæssige situation, mest markante markeder og største risikofaktorer. Det vedrører dog også forhold som udstederens organisation, samt årsagen til hvorfor udstederen ønsker, at blive optaget til handel på First North (Nasdaq , 2019b, s. 11-13). Dette er forhold som er væsentlige for operatørens overvågningsafdeling, når der skal foretages en vurdering af om en given virksomhed er kvalificeret til at være noteret på First North eftersom, at man som følge heraf har mulighed for at opnå en generel forståelse af et givent selskab. Som det blev beskrevet i et tidligere afsnit, foretages der i høj grad en særskilt vurdering af en given udsteders overholdelse af regelsættet, hvorved det er afgørende at have kendskab til eksempelvis et givent selskabs størrelse, forretningsgange mv.

Virksomheder som ønsker at blive optaget til handel på First North kan teoretisk set være undfanget fra revisionspligt. Det skal fremgå tydeligt i virksomhedsbeskrivelse hvorvidt udstederen under normale omstændigheder har fået revideret sine økonomiske rapporter eller ej. Ikke desto mindre er det et krav, at virksomheden som ønsker at blive optaget til handel på First North vedlægger årsrapporter eller årsregnskaber for de

senest to regnskabsår i virksomhedsbeskrivelsen. Endvidere skal den seneste offentliggjorte økonomiske rapport indgå i virksomhedsbeskrivelsen. I forlængelse af dette skal virksomhedsbeskrivelsen, jf. pkt. 4 i tabel 3, indeholde udstederens vurdering af virksomhedens fremtidsudsigter, samt en kommentar til denne vurdering. Desuden skal virksomhedsbeskrivelsen også vedlægges en erklæring vedrørende virksomhedens aktiver og passiver, hvilket også fremgår af pkt. 5 i tabel 3. Denne erklæring må ifølge First Norths regelsæt, maksimalt være dateret 90 dage forud for virksomhedsbeskrivelsens datering. I forbindelse med aktiverne og passiverne skal der også forekomme en beskrivelse af signifikante kontrakter, rettigheder og eventuelt andre immaterielle aktiver (Nasdaq , 2019b, s. 11-13).

Alt dette har til formål at der kan foretages en retvisende vurdering af udstederens økonomiske situation, og dennes fremtidsudsigter. Som det blev beskrevet tidligere i afhandlingen, foreligger der en række krav til en udsteders økonomiske og finansielle situation, og i den forbindelse udstederens fremtidsudsigter. Vurderingen af om en udsteder efterlever disse krav bygger i høj grad på virksomhedsbeskrivelsens indhold af økonomiske rapporter, erklæringer mv. I den forbindelse spiller revisoren en væsentlig rolle. Erklæringer vedrørende økonomiske rapporter og årsregnskaber foretaget af en revisor er alt andet lige gavnligt for troværdigheden forbundet hermed, og dermed tilidsskabelsen til det pågældende selskab.

Jf. pkt. 6 i tabel 3 fremgår det endvidere, at virksomhedsbeskrivelsen skal indeholde en beskrivelse af virksomhedens ledelsesorganer. Dette omfatter en beskrivelse af udstederens bestyrelse og direktion, samt en uafhængighedsvurdering af bestyrelsesmedlemmerne. Uafhængighedsvurderingen skal indeholde en vurdering af i hvilken grad det enkelte bestyrelsesmedlem er uafhængig af selskabet, direktionen og majoritetsaktionærerne (Nasdaq , 2019b, s. 11-13). Formålet med beskrivelsen af ledelsesmedlemmerne, herunder medlemmer af både bestyrelsen og ledelsen, er at der kan foretages en vurdering af om det pågældende ledelsesmedlem er tilstrækkeligt kvalificeret og kompetent til at varetage det pågældende ledelseshverv. Endvidere kan der på baggrund af uafhængighedsvurderingen opnås indblik i ledelsesmedlemmernes egnethed og integritet til at varetage ledelseshvervet. Det er essentielt for et selskab at have en ledelse som er tilstrækkeligt kvalificeret, kompetent og egnet, hvilket også blev underbygget i et tidligere afsnit vedrørende Eik Bank-sagen. Kravet til indholdet i virksomhedsbeskrivelsen omkring ledelsesbeskrivelsen og uafhængighedsvurderingen bidrager i høj grad til gennemsigtighedsskabelsen omkring et selskabs ledelse hvorved, at operatørens overvågningsafdeling som udgangspunkt i højere grad kan vurdere om en udsteders ledelse efterlever kravene herom i regelsættet.

Virksomhedsbeskrivelsen skal endvidere indeholde en beskrivelse af eventuelle transaktioner med ledelsesansvarlige personer i udstederens virksomhed, eller personer som kan være forbundet hermed, herunder hvilke væsentlige betingelser og vilkår som gør sig gældende for disse transaktioner. Desuden omfatter dette punkt også, at

virksomhedsbeskrivelsen skal indeholde en beskrivelse og forklaring af ejerstrukturen i virksomheden (Nasdaq , 2019b, s. 11-13).

Dette er, på samme måde som uafhængighedsvurderingen beskrevet ovenfor, medvirkende til at skabe gennemsigtighed omkring i hvilken grad det enkelte ledelsesmedlem er uafhængig af blandt andet ejerkredsen, og dermed om vedkommende har den fornødne integritet til varetagelsen af ledelseshvervet.

Virksomhedsbeskrivelsen skal også indeholde al information vedrørende essentielle økonomiske hændelser, hvilket fremgår af pkt. 7 i tabel 3. Essentielle økonomiske hændelser er både historiske eller igangværende konkurser, likvidationer eller lignende for de senest fem år, samt eventuelt bedrageri eller anden økonomisk kriminalitet i samme periode (Nasdaq , 2019b, s. 11-13).

Eftersom at det er en mulighed for operatørens overvågningsafdeling at nægte selskaber adgang til First North, såfremt disse som følge af tidligere konkurser, likvidationer eller lignende, vil skade markedspladsens omdømme, da er det essentielt at opnå kendskab hertil. Dette krav bidrager således til at afdække eventuelle risici som potentielt ville kunne skade den offentlige tillid markedspladsen.

Virksomhedsbeskrivelsen skal også indeholde en beskrivelse af alle incitamentsbaserede aktieprogrammer, som er iværksat. Derudover skal der i virksomhedsbeskrivelsen forekomme yderligere informationer vedrørende selskabets finansielle instrumenter. Dette gælder både historiske, igangværende og planlagte finansielle instrumenter, herunder hvilke vilkår og betingelser som gør sig gældende for disse. Dette betyder også, at virksomhedsbeskrivelsen skal indeholde alle relevante oplysninger om de finansielle instrumenter, som er plansat til at blive optaget til handel på First North (Nasdaq , 2019b, s. 11-13).

Et incitamentsbaseret aktieprogram finder typisk sted som en aflønningsmetode til et ledelsesmedlem. I den forbindelse forekommer det væsentligt at offentliggøre informationer herom eftersom, at der da kan foretages en velbegrundet vurdering af, om aktieprogrammet er struktureret hensigtsmæssigt under hensyntagen til blandt andet selskabets drift og investorbeskyttelse. Endvidere er det relevant for operatørens overvågningsafdeling at have kendskab til anden information vedrørende et givent selskabs finansielle instrumenter optaget til handel på First North, hvorved at der i højere grad kan foretages en konkret vurdering af om optagelseskravene forbundet hertil efterleves eller ej.

Virksomhedsbeskrivelsen skal også indeholde oplysninger om hvornår specifikke hændelser finder sted første gang efter en eventuel første handelsdag. Dette betyder konkret, at datoen for den første generalforsamling, samt første planlagte offentliggørelse af økonomisk rapport efter en eventuel første handelsdag skal fremgå af virksomhedsbeskrivelsen (Nasdaq , 2019b, s. 11-13).

Som det fremgår af pkt. 11 i tabel 3, skal virksomhedsbeskrivelsen også indeholde oplysninger omkring den tilknyttede certificerede rådgivers identitet (Nasdaq , 2019b, s. 11-13).

Udstederen skal afslutningsvist medtage yderligere oplysninger i virksomhedsbeskrivelsen, hvis disse menes at være til gavn for potentielle interessenter eller omverdenen i almindelighed. Derudover skal udstederen fremlægge en redegørelse i virksomhedsbeskrivelsen, hvor det tydeligt skal fremgå hvorvidt virksomheden er i besiddelse af tilstrækkelig arbejdskapital i mindst 12 måneder efter første handelsdag (Nasdaq , 2019b, s. 11-13). Eftersom det er et konkret optagelseskrav at besidde tilstrækkelig arbejdskapital i en periode på 12 måneder efter første handelsdag, beskrevet i afsnit 3.1.1.2., da bidrager en beskrivelse herom i virksomhedsbeskrivelsen til at give operatørens overvågningsafdeling indblik i netop selskabets "going concern"-forhold. Der kan i den forbindelse dog stilles spørgsmålstegn ved, hvem der foretager denne "going concern"-vurdering. En sådan vurdering foretaget af ledelsen i et givent selskab er mindre tillidskabende, end hvis "going concern"-vurderingen blev foretaget af en ekstern og uafhængig part, som eksempelvis selskabets revisor.

Det skal ydermere fremgå tydeligt af virksomhedsbeskrivelsens første side, at udstederen af ansvarlig for de oplysninger som er angivet i virksomhedsbeskrivelsen, og at den er gennemgået og godkendt af operatøren af First North (Nasdaq , 2019b, s. 13). Det faktum at udstederen er ansvarlig for de angivne oplysninger i virksomhedsbeskrivelsen skal fremgå af en særskilt erklæring i virksomhedsbeskrivelsen. I denne erklæring skal udstederens bestyrelse og direktion erklære, at oplysningerne er nøjagtige og korrekte, og at der i denne ikke forsætligt er udeladt væsentlige oplysninger, som kan fordreje sandheden (Nasdaq , 2019b, s. 13 og 47).

I forbindelse hermed kan der stilles spørgsmålstegn ved, at det er et givent selskabs egen ledelse, som udarbejder en sådan erklæring. Det faktum at et givent selskabs ledelse er ansvarlig for at udarbejde erklæringen kan forringe troværdigheden hertil, og dermed til virksomhedsbeskrivelsen som helhed. En erklæring udarbejdet af en objektiv og uafhængig tredjepart, som har revideret virksomhedsbeskrivelsen under hensyntagen til om denne er i overensstemmelse med virkeligheden, vil formentlig øge troværdigheden til virksomhedsbeskrivelsen, og dermed selskabet. Den certificerede rådgiver er ganske vist involveret i udarbejdelsen af virksomhedsbeskrivelsen, og har i den forbindelse som sit primære ansvar at føre kontrol med om denne overholder kravene i First Norths regelsæt, og endvidere et ansvar om at føre kontrol med at indholdet er i overensstemmelse med virkeligheden. På denne måde fungerer den certificerede rådgiver som en slags revisor i relation til virksomhedsbeskrivelsen. Dette er medvirkende til at øge virksomhedsbeskrivelsens troværdighed, på trods af at erklæringen heri dog stadig er udarbejdet af en given udsteders ledelse.

En udsteders ledelses involvering i udarbejdelsen af en sådan erklæring behandles nærmere i et senere kapitel i afhandlingen.

3.1.2.1. Hypefactors virksomhedsbeskrivelse

Indeværende afsnit belyser virksomhedsbeskrivelsens udformning i praksis, på baggrund af kravene til indholdet beskrevet i det forrige afsnit. Derudover forekommer en analyse af, om indholdet i virksomhedsbeskrivelsen harmonerer med optagelseskra-vene. Med dette menes, at der forekommer en analyse af om overvågningsafdelingen alene på baggrund af indholdet af virksomhedsbeskrivelsen kan foretage en tilstrækkelig og retvisende vurdering af om den enkelte udsteder er kvalificeret til at blive optaget til handel på First North. Dette vil ske med udgangspunkt i enkelte uddrag fra Hypefactors A/S' virksomhedsbeskrivelse, som er dateret d. 13/8-2018. I forbindelse hermed antages det at regelsættet på daværende tidspunkt ikke var anderledes angående bestemmelserne vedrørende virksomhedsbeskrivelsen.

Hypefactors virksomhedsbeskrivelse er udarbejdet af Hypefactors ledelse. Som det kræves, har bestyrelsens tre medlemmer, og den administrerende direktør endvidere udarbejdet og underskrevet en erklæring, hvor ledelsen påtager sig ansvaret for indholdet af virksomhedsbeskrivelsen, og dennes rigtighed (Hypefactors A/S, 2018, s. 5).

I virksomhedsbeskrivelsen fremgår det, at selskabets aktier på daværende tidspunkt blev søgt optaget til handel på First North, under den forudsætning at virksomheden ville imødekomme kravet om aktionærspredning og free float (Hypefactors A/S, 2018, s. 5). På baggrund heraf foreskriver virksomheden i virksomhedsbeskrivelsen direkte, at de vil efterleve optagelseskravet om et offentligt ejerskab på 10% og minimumsantallet af kvalificerede aktionærer.

Hypefactors forretning var på dateringstidspunktet for virksomhedsbeskrivelsen ikke rentabel. Derfor var selskabet underlagt optagelseskravet om at påvise tilstrækkelig arbejdskapital i 12 måneder efter første handelsdag. Hypefactors redegjorde i virksomhedsbeskrivelsen for at der var tilstrækkelig arbejdskapital i 12 måneder efter første handelsdag, med at break-even-resultatet forventedes nået i andet halvår 2019, og at selskabet i den forbindelse havde tilstrækkelig likviditet efter noteringen i 12 måneders efter første handelsdag (Hypefactors A/S, 2018, s. 28). Dette er sket uden henvisning til eksempelvis en revisors udtalelse om "going concern", og forekommer mere eller mindre som en påstand. I den forbindelse kan det også undre den opmærksomme læser af virksomhedsbeskrivelsen, at selskabets revisor i sin påtegning for årsrapporten vedrørende 2017, havde gjort opmærksom på, at der var forbundet væsentlig usikkerhed med selskabets fortsatte drift, hvilket også fremgår af virksomhedsbeskrivelsen. Revisionskonklusionen udmundende dog ikke i en modificeret konklusion, eftersom at ledelsen havde en vurdering af, at den krævede finansiering ville blive opnået (Hypefactors

A/S, 2018, s. 49).

På baggrund af ovenstående er det tydeligt, at virksomhedsbeskrivelsen i høj grad lever op til sit navn, som en beskrivelse, eftersom at der ikke forekommer en dybere forklaring eller henvisning til selskabets daværende vurdering af "going concern". I forbindelse hermed kan det diskuteres, om Hypefactors i tilstrækkelig grad har påvist tilstrækkelig arbejdskapital i 12 måneder efter første handelsdag.

Ydermere er det et optagelseskrav at en udsteder på First North skal kunne demonstrere en løbende forretningsdrift. I forbindelse hermed kan der stilles spørgsmålstejn ved om en driftsomsætning for 2017 på 312.596, og et underskud før skat på 765.099 udgør en løbende forretningsdrift (Hypefactors A/S, 2018, s. 46). Endvidere var Hypefactors jf. virksomhedsbeskrivelsen på daværende tidspunkt i gang med at fokusere på opbygningen af en ny forretning, hvilket ifølge selskabet begrundede den negative pengestrøm fra driften (Hypefactors A/S, 2018, s. 36). På baggrund af ovenstående forekommer der åbenlyse spørgsmålstejn vedrørende selskabets aktiviteter, og dermed løbende forretningsdrift. Overvågningsafdelingen vurderes dog i den forbindelse at have lagt vægt på, at selskabet havde fået udarbejdet en platform, som ifølge selskabet skulle generere en stor del af de fremtidige pengestrømme (Hypefactors A/S, 2018, s. 45).

Der forekommer i ovenstående tilfælde vedrørende påvisning af en løbende forretningsdrift dog heller ikke uddybende forklaringer eller henvisninger i virksomhedsbeskrivelsen, som underbygger at den udarbejdede platform vil generere selskabets primære pengestrømme fremadrettet. Dette er i stedet mere eller mindre en påstand fremsat af selskabets ledelse.

I beskrivelsen af ledelsen lægges der vægt på at denne har en betydelig ledelseserfaring, samt andre kompetencer som kan henledes til varetagelsen af et ledelseshverv i en virksomhed som overvejende gør sig inden for software vedrørende public relations (pr). Omkring direktøren, som desuden også er stifter, fremgår det af virksomhedsbeskrivelsen, at han har en cand.merc.-uddannelse i marketing, og at han endvidere har udgivet en bog om en virksomhedsledelses håndtering af sine interesser. Derudover besidder han ledelseshverv i andre koncernforbundne selskaber. En lignende beskrivelse gør sig gældende for de resterende medlemmer af selskabets direktion, samt bestyrelse. Udover en sådan beskrivelse er der i virksomhedsbeskrivelsen fremlagt en erklæring om samtlige ledelsesmedlemmers tidligere- og igangværende erhverv (Hypefactors A/S, 2018, s. 39-42). I denne erklæring lægges der stor vægt på at understrege, at ingen af ledelsesmedlemmerne tidligere har fået frakendt rettet til at varetage et hverv eller en stilling som ledelsesmedlem, og ydermere at ingen af ledelsesmedlemmerne tidligere er dømt for svigagtig lovovertrædelse mv. Erklæringen om tidligere erhverv vedrørende Hypefactors ledelsesmedlemmer underbygger i høj grad, at selskabets ledelsesmedlemmer er tilstrækkeligt kvalificerede og kompetente ved varetagelse af ledelseshvervet, men også tilstrækkeligt rene og hæderlige, således at ledelsens og dermed selskabets

integritet opretholdes. I forlængelse heraf beskrives det helt konkret i virksomhedsbeskrivelsen, at alle medlemmerne af bestyrelsen vurderes at have den fornødne faglige kompetence og erfaring ved varetagelsen af sit hverv. Selskabet vurderer endvidere at alle bestyrelsesmedlemmer er uafhængige af ledelsen som helhed, samt af selskabets storaktionær. Dette er i virksomhedsbeskrivelsen vurderet af selskabet selv (Hypefactors A/S, 2018, s. 39-42).

På baggrund af ovenstående fremkommer det tydeligt, at det er tilstrækkeligt i udarbejdelsen af en virksomhedsbeskrivelse blot at beskrive ledelsen, medlemmernes tidligere erhverv og foretage en uafhængighedsvurdering. Det er dermed ikke nødvendigt at fremlægge en forklaring af hvorfor det enkelte ledelsesmedlem er kvalificeret og egnet, samt en forklaring af årsagen til uafhængighedsvurderingen.

Det fremgår i kravene til indholdet af virksomhedsbeskrivelsen, at denne skal indeholde information identiteten på selskabets tilknyttede certificerede rådgiver. Dette er ganske vist imødekommet i Hypefactors virksomhedsbeskrivelse. Dog er dette imidlertid også den eneste information vedrørende den certificerede rådgiver, som fremgår i virksomhedsbeskrivelsen (Hypefactors A/S, 2018, s. 35). Virksomhedsbeskrivelsen indeholder hverken kommentarer, udtalelser, erklæringer eller lignende fra den certificerede rådgiver. Gennemsigtigheden omkring den certificerede rådgivers rolle i relation til udarbejdelsen af den konkrete virksomhedsbeskrivelse fremgår på ingen måde i virksomhedsbeskrivelsen.

På baggrund af ovenstående analyse, vurderes det, at Hypefactors virksomhedsbeskrivelse ikke fuldt harmonerer med optagelseskra-vene. Det kan være vanskeligt at foretage en fuldbyrdet og retvisende vurdering af selskabets efterlevelse af optagelseskra-vene udelukkende på baggrund af virksomhedsbeskrivelsen, hvorved at det som udgangspunkt vil være påkrævet at indsamle information om selskabet andetsteds. Hvis virksomhedsbeskrivelsen skal danne fuldbyrdet grundlag for overvågningsafdelingens vurdering af om en udsteder er kvalificeret, da vurderes det at være gavnligt for gennemsigtigheden til den enkelte udsteder, herunder virksomhedsbeskrivelsen, hvis der i virksomhedsbeskrivelsen var implementeret dybdegående forklaringer og/eller henvisninger med det formål at underbygge den enkelte beskrivelse, påstand og vurdering. Det er dog i den forbindelse væsentligt at der er en hensigtsmæssig balance mellem indholdets omfang og kvalitet. Hvis omfanget af virksomhedsbeskrivelsen er for stort, kan det potentielt have den konsekvens at det bliver for uoverskueligt at anskue, og dermed at forstå sammenhænge, hvorved at der ikke vil opstå gennemsigtighed omkring den enkelte udsteder. Endvidere kan dette også have den konsekvens at det bliver for ressourcekrævende for små- og mellemstore virksomheder at udarbejde, hvorved at disse hverken har mulighed eller interesse i at lade sig notere på First North. På den anden side kan det have konsekvenser for overvågningsafdelingens mulighed for at foretage en retvisende vurdering af en given udsteder, hvis indholdet af

virksomhedsbeskrivelsen ikke i tilstrækkelig grad skaber gennemsigtighed omkring den enkelte udsteder.

Der skal tages forbehold for undersøgelsens resultat i indeværende afsnit, eftersom at dette udelukkende bygger på behandlingen af en enkelt virksomhedsbeskrivelse. For at øge undersøgelsens reliabilitet vil det være nødvendigt at foretage en undersøgelse af yderligere virksomhedsbeskrivelser vedrørende udstedere på First North.

3.1.3. Certificerede rådgivere

Kort beskrevet er en certificeret rådgiver ansvarlig for at en given udsteder er kvalificeret når denne er optaget til handel på First North. Dette afsnit belyser hvilke krav der stilles til certificerede rådgivere i relation til udstedere og operatøren, samt bidrager til forståelsen af hvilken rolle certificerede rådgivere spiller for udstedere i forhold til at blive optaget til handel på First North, men også i den efterfølgende proces, når udstederen er optaget til handel. De krav som i det følgende afsnit gennemgås, er minimums-kravene som en certificeret rådgiver skal imødekomme, for at kunne blive anerkendt af operatøren på First North som certificeret rådgiver, og dermed være en kvalificeret certificeret rådgiver. Kravene er endvidere implementeret i First Norths regelsæt vedrørende udstedere (Nasdaq , 2019b, s. 26).

Det er intet sted i KAPML reguleringer i relation til operatøren af en MHF, omhandlende at denne skal kræve at udstedere har tilknyttet en certificeret rådgiver. Operatøren af First North har imidlertid fundet dette nødvendigt, for at opretholde en hensigtsmæssig og betryggende drift af markedspladsen.

3.1.3.1. Generelle krav til certificerede rådgivere

Når en virksomhed ønsker at opnå status som certificeret rådgiver i relation til First North, skal denne fremsætte en ansøgning herom til operatøren. Det er operatøren af First North, nærmere bestemt overvågningsafdelingen, som vurderer hvorvidt ansøgeren imødekommer de opstillede krav, og efterfølgende enten tildeler ansøgeren status som certificeret rådgiver, eller afviser ansøgningen. Vurderingen af om en certificeret rådgiver er kvalificeret eller ej, er altså en beslutning som foretages internt hos operatøren af First North. Uanset om en ansøger opfylder alle kravene er operatøren i sin ret til at afvise ansøgeren, såfremt det vurderes at en godkendelse af ansøgningen vil skade den offentlige tillid til operatøren, First North eller værdipapirmarkedet som helhed (Nasdaq, 2019b, s. 26). Operatørens godkendelse af certificerede rådgivere er en sikkerhedsforanstaltning, med det formål at forhindre at ikke-kvalificerede rådgivere får status som certificeret rådgiver. Der kan dog i den forbindelse stilles spørgsmålstejn ved at det er operatøren som selv foretager den konkrete vurdering af en rådgivers ansøgning. Dette behandles nærmere i et senere kapitel i afhandlingen.

Det er gratis for en ansøger at ansøge om at blive tildelt status som certificeret rådgiver vedrørende First North, såfremt ansøgeren er medlem af First North eller anden børs drevet af operatøren, eksempelvis Fondsbørsen. Såfremt ansøgeren ikke er medlem af enten First North eller anden børs drevet af Nasdaq Copenhagen, da skal ansøgeren betale et gebyr til operatøren på det tidspunkt ansøgningen indsendes. Dette gebyr afdækker operatørens behandling af ansøgning fremsendt af den pågældende ansøger (Nasdaq, 2020c). Denne omkostningsstruktur, fremsat af operatøren af First North, giver certificerede rådgivere incitament til at blive medlem af First North eller anden børs drevet af operatøren, for at minimere omkostningerne forbundet med udøvelsen af hvervet som certificeret rådgiver. Det er et forholdsvis stort ansøgningsgebyr på 41.000 DKK, som rådgiveren kan undlade at betale såfremt denne er medlem af markedspladsen (Nasdaq, 2020c). Når man bliver medlem af en markedsplads, kan man diskutere hvorvidt man i højere grad lader sig påvirke af markedspladsens interesser og intentioner, end hvis man ikke er medlem heraf. Såfremt dette er tilfældet, da bidrager denne omkostningsstruktur til at fjerne rådgiverens objektivitet, eftersom at rådgiveren i mere eller mindre grad bliver afhængig af operatøren, og medlemskabet til markedspladsen. Dette vil alt andet lige have indvirkning på rådgiverens objektivitet og dermed evne til at sikre en given udsteders kvalitet, hvilket som udgangspunkt ikke er til gavn for den offentlige tillid til markedspladsen som helhed. Uanset om ansøgeren bliver tildelt status som certificeret rådgiver eller ej forekommer der ingen mulighed for at få gebyret refunderet (Nasdaq, 2020c).

I forbindelse med ansøgningsprocessen, skal ansøgeren fremsende en komplet og underskrevet ansøgning til operatøren af First North, via Nasdaq Listing Center. Senest fire uger efter at denne ansøgning er fremsendt vil operatørens overvågningsafdeling beslutte hvorvidt ansøgeren skal tildeles status som certificeret rådgiver eller ej (Nasdaq , 2019b, s. 27).

For kunne blive tildelt status som certificeret rådgiver, og efterfølgende udøve hverv som certificeret rådgiver, da skal ansøgeren imødekomme en række krav, hvilke fremgår af tabel 4. Disse krav er ikke kun gældende i forbindelse med ansøgningstidspunktet, men gør sig imidlertid også gældende i al den tid efterfølgende, hvor ansøgeren udøver sit hverv som certificeret rådgiver (Nasdaq , 2019b, s. 26).

Krav som den certificerede rådgiver skal imødekomme:	
1)	En juridisk person med tilstrækkelige økonomiske ressourcer.
2)	Tilstrækkeligt kvalitet og kvantitet vedrørende udpegede kontaktpersoner.
3)	Interne procedurer vedrørende erhvervet som certificeret rådgiver.
4)	Sikkerhedsforanstaltninger vedrørende interessekonflikter.
5)	Interne regler vedrørende handel med udsteders finansielle instrumenter.
6)	Samarbejdsvillighed.

Tabel 4: Oversigt over kravene til certificerede rådgivere. Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i (Nasdaq , 2019b, s. 26).

Kravene jf. tabel 4, er de krav, som en rådgiver skal imødekomme for at blive anset som en kvalificeret certificeret rådgiver af operatørens overvågningsafdeling.

Som det fremgår af pkt. 1 i tabel 4, skal ansøgeren være en juridisk person med tilstrækkelige økonomiske ressourcer. Udover at være en juridisk person, er det i den forbindelse også et krav, at operatøren af First North anser ansøgeren som egnet til at fungere som certificeret rådgiver. I forhold til at en certificeret rådgiver skal have tilstrækkelige økonomiske ressourcer, betyder dette, at ansøgeren skal kunne opretholde sin igangværende forretning i en periode på mindst 12 måneder i fremtiden. Derudover er det selvfølgelig en forudsætning, at ansøgeren opfylder kravene i den senest offentliggjorte udgave af First Norths regelsæt, for at kunne blive tildelt status som certificeret rådgiver (Nasdaq , 2019b, s. 26).

At en udsteder skal besidde tilstrækkelige økonomiske ressourcer, skal ses som en sikkerhedsforanstaltning i forhold til at der bør være sikkerhed omkring de nærmeste fremtidsudsigter vedrørende rådgiveren, således at der ikke forekommer regelmæssige udskiftning af rådgivere, hvilket er uhensigtsmæssigt for opretholdelsen af kvalificerede udstedere.

For at kunne blive tildelt status som certificeret rådgiver, og opretholde denne status efterfølgende, skal ansøgeren også have et tilstrækkeligt antal udpegede kontaktpersoner, som det fremgår af pkt. 2 i tabel 4. I forlængelse heraf fremgår det af First Norths regelsæt, at ansøgeren ikke må have færre end to fuldtidsansatte. Derudover skal ansøgeren også sikre sig, at kvaliteten af de udpegede kontaktpersoner opretholdes. Dette opnås ved, at ansøgeren skal sikre sig, at de udpegede kontaktpersoner imødekommer kravene i First Norths regelsæt vedrørende udpegede kontaktpersoner (Nasdaq , 2019b, s. 26). Kravene til de udpegede kontaktpersoner hos certificerede rådgivere behandles yderligere i et senere afsnit i indeværende kapitel. De udpegede kontaktpersoner hos en certificeret rådgiver, er dem som typisk varetager aktiviteterne forbundet med hvervet som certificeret rådgiver. Netop derfor er det væsentligt, at disse besidder de rette kompetencer og tilstrækkelig kvalitet således, at kvaliteten af aktiviteterne udførelse er tilstrækkelig høj. Dette minimerer risiciene for tilstedeværelsen af ikke-kvalificerede udstedere på First North, hvilket er til gavn for den offentlige tillid til både den enkelte udsteder og dermed markedspladsen som helhed. I forbindelse med kvaliteten af udpegede kontaktpersoner, kan der dog stilles spørgsmålstegn ved, at det er operatøren af First North som har til ansvar at vurdere denne. Dette behandles nærmere i et senere kapitel i afhandlingen.

En ansøger skal også have implementeret interne procedurer jf. pkt. 3 i tabel 4, som klarlægger hvorledes funktionen som certificeret rådgiver skal udføres i henhold til First Norths regelsæt, herunder med særligt fokus på hvilke forpligtelser certificerede rådgivere er underlagt i forbindelse med optagelsesprocessen samt efterfølgende (Nasdaq , 2019b, s. 26).

Ovenstående betyder altså, at der skal være gennemsigtighed internt hos rådgiveren omkring udførelsen af hvervet som certificeret rådgiver. Ved at øge gennemsigtigheden herom, bliver det i højere grad synligt og konkret for den enkelte medarbejder hos rådgiveren, hvorledes vedkommende skal og bør agere i en given situation. Dette afdækker risiciene for, at der måtte forekomme uhensigtsmæssig adfærd blandt ansatte hos rådgiveren, hvilket er til gavn for kvaliteten af rådgiverens aktivitetsudførelse. Opretholdelsen af kvaliteten hos rådgiveren, bidrager i høj grad til opretholdelsen af kvalificerede udstedere på markedspladsen.

Ansøgeren skal også have implementeret sikkerhedsforanstaltninger vedrørende potentielle interessekonflikter i udførelsen af hvervet som certificeret rådgiver, som det fremgår af pkt. 4 i tabel 4. Disse sikkerhedsforanstaltninger omfatter at ansøgeren skal have udarbejdet interne procedurer, som har til formål at identificere og afværge interessekonflikter i funktionen som certificeret rådgiver. Derudover skal der være implementeret sikkerhedsmæssige foranstaltninger i ansøgerens organisation og rutiner, for at imødekomme truslen vedrørende interessekonflikter (Nasdaq , 2019b, s. 26). Ved at implementere sikkerhedsforanstaltninger internt hos en rådgiver, som har til formål at afdække risiciene for interessekonflikter, og dermed modstridende interesser blandt

involverede aktører, da sikrer man i højere grad rådgiverens integritet, og dermed kvaliteten af det arbejde, som rådgiveren udfører.

Det er også et krav, jf. pkt. 5 i tabel 4, at ansøgeren skal have opstillet interne regler, for handel med finansielle instrumenter på First North, som er udstedt af udstedere, for hvem virksomheden udøver hverv som certificeret rådgiver (Nasdaq , 2019b, s. 26). Dette krav henledes i høj grad til rådgiverens uafhængighed. I forbindelse hermed bidrager klare interne retningslinjer til overholdelsen af bestemmelserne, og dermed opretholdelsen af rådgiverens integritet, hvorved at risiciene som i den forbindelse måtte opstå i højere grad afdækkes. Dette er utvivlsomt til gavn for kvaliteten af den certificerede rådgivers aktivitetsudførelse, og resultatet heraf.

Ydermere er det et krav jf. pkt. 6 i tabel 4, at ansøgeren under ingen omstændigheder må besværliggøre operatørens arbejde, herunder tilsyn, i sin funktion som certificeret rådgiver. Ansøgeren skal altid samarbejde med operatøren vedrørende enhver forespørgsel omkring sin funktion som certificeret rådgiver, herunder også i forhold til den pågældende udsteder (Nasdaq , 2019b, s. 26). Dette krav bevirker i høj grad, at operatøren har bedre forudsætninger for at foretage en retvisende vurdering af både den enkelte rådgiver og udsteder.

Uafhængighed

I forhold til uafhængighed er det vigtigt, at der skelnes mellem den certificerede rådgiver som selskab, og personerne, som er involveret i dette selskab. I det følgende afsnit vil der ved benævnelsen "certificeret rådgiver" være fokus på selskabet, som varetager funktionen som certificeret rådgiver.

Certificerede rådgivere er udover ovenstående krav, også underlagt krav om at være uafhængige jf. kravene herom i First Norths regelsæt.

Den certificerede rådgiver, herunder eventuelt koncernforbundne selskaber, må ikke eje aktier forbundet med en udsteder, for hvem der udøves hverv som certificeret rådgiver. Dette gælder endvidere også andre finansielle instrumenter, som er forbundet med udstederen. Der er dog en undtagelse til denne regel. Forudsat at der er tilstrækkelige sikkerhedsforanstaltninger til at forhindre interessekonflikter i denne forbindelse, og at aktiebeholdningerne vedrørende den pågældende udsteder ikke udgør 10% eller mere af aktiebeholdningen eller stemmerettighederne, da er det tilladt for den certificerede rådgiver, herunder eventuelt koncernforbundne selskaber, at eje aktier forbundet med en udsteder, for hvem der udøves hverv som certificeret rådgiver. I forhold til denne regelbestemmelse er det derfor et krav, at den certificerede rådgiver skal tilvejebringe oplysninger vedrørende sine aktiebeholdninger til operatøren af First North. Operatøren af First North vil i den forbindelse gøre informationen herom offentligt tilgængelige mindst én gang om året (Nasdaq , 2019b, s. 28).

I relation til ovenstående er det relevant at stille spørgsmålstegn ved, om en rådgiver kan varetage hvervet som certificeret rådgiver tilstrækkeligt uafhængigt og objektivt, hvis rådgiveren ejer aktier hos en udsteder, for hvem funktionen som certificeret rådgiver varetages. Under alle omstændigheder kan der opstå spørgsmålstegn vedrørende både udstederens og rådgiverens integritet, hvilket alt andet lige vanskeliggør operatørens vurdering af den enkelte aktør. Dette kan dog imidlertid godt lade sig gøre, hvis ovenstående forudsætninger er imødekommet. Operatøren af First North har, som det fremgår ovenfor, vurderet, at en certificeret rådgiver kan handle uafhængigt af en udsteder, som denne ejer finansielle instrumenter i, hvis der foreligger et ejerskab på mindre end 10%, og hvis der er implementeret sikkerhedsforanstaltninger til at imødekomme interessekonflikter, som i den forbindelse potentielt kan opstå. Et ejerskab på mindre end 10% er således vurderet ubetydeligt i relation til uafhængighedsvurderingen eftersom, at det kun er et ejerskab på 10% eller mere er relevant herfor. I den forbindelse kan der stilles spørgsmålstegn ved om dette er tilstrækkeligt, under hensyntagen til den offentlige tillid til markedspladsen som helhed. Som udgangspunkt vil en virksomhed altid handle i egne interesser, hvis den kan øge værdien af sine investeringer, hvorved at det er relevant, at der foreligger krav om forebyggelse af interessekonflikter internt hos rådgiveren.

Aktionærer som enten direkte eller indirekte ejer mere end 10% af aktiekapitalen eller stemmerettighederne hos en certificeret rådgiver, må ikke indgå i bestyrelsen eller i den øverste direktion hos en udsteder, for hvem der ydes hverv som certificeret rådgiver. Det gælder endvidere også, at personale hos den certificerede rådgiver ikke må varetage stilling som ledelsesmedlem hos en udsteder, for hvem der ydes hverv som certificeret rådgiver. Derudover er det et krav, at alt personale hos en certificeret rådgiver, som er involveret i funktionen som certificeret rådgiver, under ingen omstændigheder må handle med aktier eller finansielle instrumenter vedrørende udstedere, som rådgives (Nasdaq , 2019b, s. 28).

Ovenstående krav er ligeledes sikkerhedsforanstaltninger, med det formål at opretholde uafhængigheden, integriteten, og dermed kvaliteten af den certificerede rådgiver, og personalet i denne virksomhed. I forbindelse med kravene forekommer det dog interessant at kigge på, at der foreligger strengere krav til personalets aktiehandel hos udstedere i forhold til virksomhedens aktiehandel. Dette skal ses i lyset af, at det blandt andet, er langt mere ressourcekrævende for en virksomhed at implementere sikkerhedsforanstaltninger på det operationelle niveau i virksomheden, sammenlignet med på det taktiske og strategiske niveau. Endvidere er der langt større risici forbundet med implementeringen af sikkerhedsforanstaltninger på dette niveau, hvorved at operatørens krav herom, i høj grad bidrager til at afdække disse risici, hvilket er til gavn for den offentlige tillid til markedspladsen som helhed.

Krav til udpegede kontaktpersoner hos certificerede rådgivere

Som det blev beskrevet i et tidligere afsnit, sikres kvaliteten af udpegede kontaktpersoner hos en certificeret rådgiver, ved at disse skal imødekomme kravene herom i First Norths regelsæt.

Det første krav, som fremgår af First Norths regelsæt vedrørende udpegede kontaktpersoner, er at disse skal betragtes som "fit" og "proper" (Nasdaq , 2019b, s. 27). Det fremgår ikke af First Norths regelsæt hvorledes "fit" og "proper" er defineret. I stedet antages det, at der henvises til definitionen af "fit" og "proper" som er implementeret i lov om finansiel virksomhed. "Fit" og "proper" er implementeret i § 64 i lov om finansiel virksomhed vedrørende ledelsen i den finansielle virksomhed. I den henseende er "fit" en engelsk betegnelse for egnet og kvalificeret, og "proper" er en engelsk betegnelse for ren og hæderlig. I henhold til § 64, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed fremgår det, at ethvert ledelsesmedlem i en finansiel virksomhed skal have tilstrækkelig viden, faglig kompetence og erfaring ved varetagelsen af hvervet eller stillingen. Derudover kræves det også, at personen har den tilstrækkelige tid til rådighed, for at kunne varetage stillingen eller hvervet som ledelsesmedlem på acceptabel vis. Det fremgår ligeledes af § 64, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed at ethvert ledelsesmedlem i en finansiel virksomhed skal have et tilstrækkeligt godt omdømme, samt udvise hæderlighed, integritet og uafhængighed ved varetagelsen af hvervet eller stillingen. Ledelsesmedlemmet må heller ikke være straffet for overtrædelse af straffeloven, den finansielle lovgivning mv. Endvidere må et ledelsesmedlem i en finansiel virksomhed ikke være eller have været under rekonstruktion, konkurs eller gældssanering. Det gælder også at et ledelsesmedlem i finansielle virksomheder ikke må have påført eller vil påføre den finansielle virksomhed tab eller risiko for tab, som følge af sin økonomiske situation privat eller via et selskab, som personen måtte være involveret i. I det hele taget må ledelsesmedlemmer i finansielle virksomheder ikke udvise eller have udvist adfærd, som giver grund til at antage, at personen ikke kan og vil varetage sit hverv eller sin stilling på en forsvarlig måde jf. FIL § 64, stk. 1. Vedrørende "fit" og "proper" er tidslinjen så at sige endvidere udbrudt. Dette vil sige at man skal være "fit" og "proper" på ethvert tidspunkt, hvor man varetager et hverv eller en stilling som ledelsesmedlem i en finansiel virksomhed i Danmark. I forlængelse heraf fremgår det, at en "fit" og "proper"-bedømmelse, er en relativ bedømmelse. Det vil sige at bedømmelsen af hvorvidt det enkelte ledelsesmedlem i en finansiel virksomhed er "fit" og "proper" eller ej er konkret, og relateret til den bestemte stilling (Werlauff E. , Ejerforhold, ledelse og fortrolighed, 2020, s. 15-17). I forhold til den ovenstående redegørelse af "fit" og "proper" fra § 64 i lov om finansiel virksomhed, gælder der for udpegede kontaktpersoner hos certificerede rådgivere at disse enten skal besidde, udvise eller overholde følgende i hele perioden hvor vedkommende varetager hvervet som udpeget kontaktperson:

- Tilstrækkelig viden, faglig kompetence og erfaring.
- Tilstrækkelig tid til rådighed.
- Tilstrækkeligt godt omdømme.
- Hæderlighed, integritet og uafhængighed.
- Må ikke have været under rekonstruktion, konkurs eller gældssanering.
- Må ikke påføre eller have påført den certificerede rådgiver tab eller risiko for tab.
- Må ikke udvise eller have udvist uforsvarlig adfærd.

De yderligere krav til udpegede kontaktpersoner, som er fremsat i First Norths regelsæt bidrager til at afdække, hvad der skal forstås som tilstrækkelig viden og erfaring vedrørende udpegede kontaktpersoner i relation til begrebet "fit", som blev beskrevet ovenfor.

Det er et krav for udpegede kontaktpersoner, at disse har mindst to års erfaring med den pågældende udsteder, herunder med udstederens oplysningsforpligtigelser, overholdelse med regelsættet, kapitalstruktur, strategi, erhvervelser mv. Derudover skal udpegede kontaktpersoner inden for de seneste to år have været involveret i forberedelsen og udarbejdelsen af informationsmateriale, som efterfølgende blev offentliggjort til markedet. Endvidere skal udpegede kontaktpersoner deltage i seminarer, kurser og anden træning afholdt af operatøren vedrørende First Norths regelsæt, og i øvrigt gældende lovgivning. I den forbindelse bliver de udpegede kontaktpersoner testet, og de skal bestå de prøver og eksamener som de bliver udsat for (Nasdaq , 2019b, s. 27). Ved imødekomme af disse konkrete krav, sikres kvaliteten hos udpegede kontaktpersoner opretholdt, hvorved at den enkelte person i højere grad er i stand til at efterleve sit ansvar.

Ændrede forhold vedrørende den certificerede rådgiver

Såfremt en certificeret rådgiver oplever ændringer, som påvirker eller potentielt vil påvirke rådgiverens mulighed for at udføre sin funktion hensigtsmæssigt, da skal operatøren af First North underrettes herom omgående. Dette omfatter blandt andet ændringer vedrørende personalet, virksomhedens organisation, samt andre omstændigheder som eksempelvis kan give anledning til bekymring omkring opretholdelsen af den certificerede rådgivers uafhængighed eller forebyggelsen af interessekonflikter. Derudover omfatter det også ændringer som generelt påvirker eller vil påvirke den certificerede rådgivers mulighed for overholdelsen af kravene hertil i First Norths regelsæt. Såfremt at der måtte forekomme ændringer vedrørende udpegede kontaktpersoner, da er den certificerede rådgiver ligeledes forpligtiget til at kontakte operatøren af First North (Nasdaq , 2019b, s. 29).

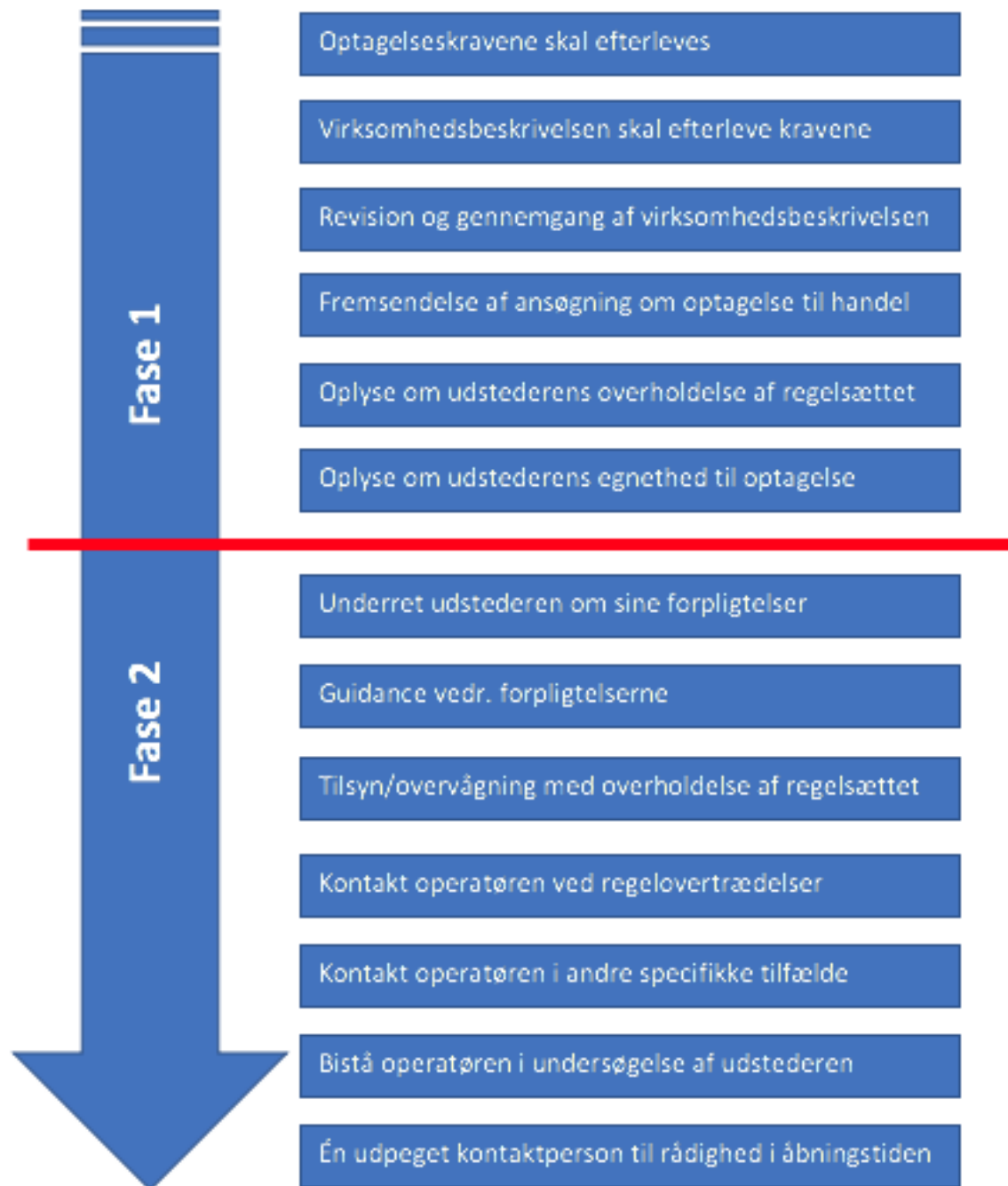
Ovenstående er medvirkende til at operatøren af First North får kendskab til ændrede forhold vedrørende den certificerede rådgiver, herunder udpegede kontaktpersoner, som kan betyde at opfattelsen heraf skal ligeledes skal ændres. Ved at dette skal ske omgående, og ikke hurtigst muligt, har operatøren bedst mulige forudsætninger for at beslutte hvad der fremadrettet skal ske, under hensyntagen til den offentlige tillid til markedspladsen som helhed.

3.1.3.2. Den certificerede rådgivers funktion og forpligtelser i den forbindelse

Det er den certificerede rådgivers opgave at rådgive den pågældende udsteder således, at denne efterlever First Norths regelsæt. Rådgiveren skal løbende orientere og opdatere udstederen om sine forpligtelser i henhold til First Norths regelsæt, samt overvåge at dette bliver overholdt (Nasdaq , 2019b, s. 26).

I henhold til den certificerede rådgivers funktion, kan denne opdeles i to faser, som det fremgår af figur 5. Den røde linje på figur 5 skelner imellem hvad der indgår i henholdsvis fase 1 og fase 2.

Fase 1 vedrører rådgiverens funktion og forpligtelser i forbindelse med optagelsesprocessen af en potentiel ny udsteder. Fase 2 vedrører den certificerede rådgivers løbende funktion og forpligtelser vedrørende udstederen, når udstederen er optaget til handel på First North.



Figur 5: Oversigt over den certificerede rådgivers rolle på First North. Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i (Nasdaq , 2019b, s. 27-28).

Fase 1

I fase 1 er rådgiveren underlagt en række forpligtigelser, som skal imødekommes i henhold til First Norths regelsæt, som det fremgår af figur 5. Den certificerede rådgiver skal i forbindelse med optagelsesprocessen gennemgå og sikre sig, at udstederen imødekommer First Norths optagelseskrav for at blive optaget til handel. Derudover er det den certificerede rådgiver, som på vegne af udstederen skal fremsende en komplet ansøgning til operatøren, eller nærmere bestemt Nasdaq Listing Center, om optagelse til handel på First North. Inden denne ansøgning fremsendes skal udstederen have udarbejdet en virksomhedsbeskrivelse. Det er i den sammenhæng den certificerede rådgivers rolle, at virksomhedsbeskrivelsen er udarbejdet i overensstemmelse med de gældende krav herom således, at denne indeholder de oplysninger som kræves i henhold til First Norths regelsæt. Derudover har den certificerede rådgiver et ansvar om, for så vidt det er muligt, at revidere de oplysninger som fremgår af virksomhedsbeskrivelsen, med det formål at teste om oplysningerne er valide og nøjagtige, og i øvrigt i overensstemmelse med realiteterne. Når ansøgningen da er fremsendt, er den certificerede rådgiver i optagelsesprocessens afsluttende fase underlagt krav om at informere operatøren om alle omstændigheder, som er relevante i den samlede vurdering af hvor vidt udstederen efterlever optagelseskravene i henhold til First Norths regelsæt eller ej, og om udstederen i det hele taget er egnet til at blive optaget til handel på First North (Nasdaq, 2019b, s. 27). Dette gør sig naturligvis kun gældende, hvis sådanne oplysninger ikke i forvejen indgår i virksomhedsbeskrivelsen, hvilket som udgangspunkt bør være tilfældet.

Den certificerede rådgivers rolle i optagelsesprocessen, også kaldet fase 1 jf. figur 5, er medvirkende til at sikre at kvalificerede udstedere bliver optaget til handel på First North. Dette skyldes, at rådgiveren er involveret i alle væsentligt elementer i optagelsesprocessen, herunder efterlevelse af optagelseskravene, fremsendelse af ansøgning samt udarbejdelse af virksomhedsbeskrivelsen. Det er ganske vist operatøren af First Norths overvågningsafdeling, som beslutter hvorvidt en given udsteder i sidste ende er kvalificeret til optagelse til handel på markedspladsen eller ej, men denne beslutning foretages i tæt kontakt med den certificerede rådgiver. I forbindelse hermed, er det dermed afgørende at oplysningerne som tilflyder overvågningsafdelingen fra den certificerede rådgiver, er i overensstemmelse med virkeligheden således, at overvågningsafdelingen træffer en beslutning om optagelse til handel på et retvisende grundlag. For at opnå dette, er det essentielt at den certificerede rådgiver er kvalificeret til varetagelsen af sit hverv, hvilket kravene herom i First Norths regelsæt for til formål at sikre.

Fase 2

I forbindelse med fase 2 er den certificerede rådgiver også underlagt nogle krav, hvilke fremgår af figur 5, som i henhold til First Norths regelsæt skal efterleves. Fase 2 vedrører, som beskrevet ovenfor, den fase hvor udstederen er blevet optaget til handel på First North.

I fase 2 skal den certificerede rådgiver løbende underrette udstederen om sine forpligtelser i henhold til First Norths regelsæt og i øvrigt gældende lovgivning, som i den forbindelse gør sig gældende. Det er dog ikke tilstrækkeligt at rådgiveren blot underretter den pågældende udsteder. Der skal også forekomme guidance fra den certificerede rådgiver til hvorledes udstederen på baggrund af reglerne og lovgivningen skal og bør forholde sig. Derudover skal den certificerede rådgiver også løbende føre tilsyn med, og overvåge hvorvidt udstederen overholder sine forpligtelser i henhold til at være optaget til handel på First North. Som følge heraf, skal den certificerede rådgiver gennemgå og vurdere udstederens overholdelse af optagelseskravene til First North. Derudover skal den certificerede rådgiver ligeledes gennemgå og vurdere udstederens overholdelse af oplysnings- og informationskravene. I tilfælde af, at den certificerede rådgiver opdager, eller på anden måde har mistanke om, at udstederen har overtrådt disse krav, da skal operatøren af First North kontaktes omgående. Derudover skal den certificerede rådgiver også kontakte operatøren med øjeblikkelig virkning, såfremt at der opnås kendskab til omstændigheder, som kan kræve at en given udsteder skal suspenderes fra handel på First North, eller tildeles observationsstatus. Den certificerede rådgiver er endvidere omfattet krav, vedrørende at tage kontakt til operatøren af First North hurtigst muligt, når der opnås kendskab til, at en udsteder har intention om at videregive information til markedet, som ifølge rådgiveren vurderes at udgøre ekstraordinær betydning for den pågældende udsteder (Nasdaq , 2019b, s. 27-28).

Det er ikke kun den certificerede rådgiver, som fører tilsyn med, og overvåger hvorvidt udstedere efterlever First Norths regelsæt. Operatøren af First North fører ligeledes tilsyn hermed, og overvåger udstederes overholdelse af regelsættet. I den forbindelse skal den certificerede rådgiver bistå operatøren med assistance, hvis der anmodes herom fra operatøren, i forhold til at undersøge udstederes overholdelse af First Norths regelsæt (Nasdaq , 2019b, s. 28).

Den certificerede rådgivers rolle i fase 2 bidrager til at sikre, at udstederen i al tid denne er optaget til handel på First North er kvalificeret således, at denne efterlever kravene i First Norths udstedte regelsæt vedrørende udstedere. Dette er til gavn for den offentlige tillid til den enkelte udsteder, og dermed markedspladsen som helhed.

Derudover fremgår det jf. ovenstående, at den certificerede rådgiver i vid udstrækning, er operatørens spion hos den enkelte udsteder eftersom, at rådgiveren er underlagt krav om at holde operatøren ajourført og oplyst. Dette bidrager i høj grad til at forbedre gennemsigtigheden vedrørende den enkelte udsteder i relation til operatøren, hvilket er

gavnligt for operatørens forudsætninger i dennes vurdering af om den enkelte udsteder imødekommer regelsættet, og er egnet til at være optaget til handel på First North. I den forbindelse er det dog relevant at have fokus på tillidsforholdet mellem den certificerede rådgiver og operatøren, hvilket behandles nærmere i et senere kapitel i afhandlingen.

3.1.3.3. Fratagelse af retten til at være certificeret rådgiver

I 2016 offentliggjorde operatøren af First North en afgørelse, hvor Københavns Andelskasse fik frataget retten til at være certificeret rådgiver (Nasdaq , 2017, s. 21-22). Sagens omstændigheder gennemgås nedenfor.

Sagsforhold vedrørende Københavns Andelskasse:

Sagens omstændigheder var således, at Københavns Andelskasse i januar 2016 fik status som certificeret rådgiver, efter at en anmodning herom var blevet godkendt af operatøren af First Norths overvågningsafdeling. Dette skulle dog senere vise sig at være en midlertidig status.

First Norths overvågningsafdeling modtog en virksomhedsbeskrivelse, der var behæftet med fejlagtig information. Denne virksomhedsbeskrivelse var udarbejdet af en udsteder, som havde tilknytning af Københavns Andelskasse som certificeret rådgiver. Den efterfølgende dialog, hvor overvågningsafdelingen gjorde Andelskassen opmærksomme på fejlinformationen i virksomhedsbeskrivelsen, var præget af "upræcis og utilstrækkelig information"¹⁵.

Overvågningsafdelingen vurderede i henhold til virksomhedsbeskrivelsen at Andelskassen ikke havde foretaget en tilstrækkelig gennemgang af oplysningerne i denne. Endvidere var vurderingen, at der ikke var foretaget tilstrækkelig kontrol og validering af oplysningerne heri. Andelskassen havde i stedet undgået at udvise tilstrækkelig omhu eftersom, at denne ikke havde forholdt sig til oplysningerne fra udstederen og eventuelt andre rådgivere som indgik i virksomhedsbeskrivelsen. Som følge heraf vurderede overvågningsafdelingen, at Andelskassen ikke have levet op til sine forpligtelser som certificeret rådgiver i henhold til regelsættet.

¹⁵ *Citat fra* (Nasdaq , 2017, s. 21-22)

Udover ovenstående lagde overvågningsafdelingen til grund for sin vurdering, at Andelskassen i samme periode, dog uafhængigt af varetagelsen af hvervet som certificeret rådgiver, havde modtaget en række påbud fra Finanstilsynet. I forlængelse heraf blev det begrundet, at dette var medvirkende til at give et negativt indtryk af organisationens interne kontrolprocedurer.

På baggrund af ovenstående var det overvågningsafdelingens entydige vurdering, at der ikke længere var tillid til Andelskassen, da denne ikke evnede at overholde kravene til certificerede rådgivere i First Norths regelsæt. Sagen blev efterfølgende forelagt for Disciplinærkomitéen, som var enige i overvågningsafdelingens synspunkter hvorved, at Københavns Andelskasse efterfølgende fik frataget status som certificeret rådgiver på First North (Nasdaq , 2017, s. 21-22).

På baggrund af sagen ovenfor fremkommer det tydeligt, at Andelskassen ikke var en kvalificeret certificeret rådgiver. Jf. ovenstående sagsbeskrivelse er der indikationer på at Andelskassen besværliggjorde operatørens arbejde, ved ikke at tilvejebringe operatøren med præcis og tilstrækkelig information vedrørende udstederen. Som det fremgår jf. figur 5 har en rådgiver afslutningsvist i fase 1 ansvar om at bistå operatørens overvågningsafdeling med al information, som er nødvendig for at kunne foretage en retvisende vurdering af om den enkelte udsteder er kvalificeret til at være optaget til handel på First North eller ej. Ved ikke at tilvejebringe operatøren med præcis og tilstrækkelig information som supplement til virksomhedsbeskrivelsen, forsømte Andelskassen i høj grad at leve op til dette ansvar.

Derudover forekommer der åbenlyst markante kvalifikations- og kompetencemæssige udfordringer hos Andelskassen, herunder formentlig hos dennes udpegede kontaktpersoner eftersom, at virksomhedsbeskrivelsens indhold i et bredt omfang ikke blev undersøgt nærmere og revideret, hvilket er direkte i modstrid med First Norths krav til certificerede rådgivere, jf. regelsættet. Dette kan blandt andet være et udtryk for at man hos Andelskassen havde underprioriteret hvervet som certificeret rådgiver i forhold til andre aktiviteter hvorved, at de interne procedurer og retningslinjer, og dermed gennemsigtigheden for udøvelsen af hvervet som certificeret rådgiver var manglende. Det er i hvert fald et faktum, at der i sagsbeskrivelsen blev lagt vægt på, at der forelagde et negativt indtryk af Andelskassens interne kontrolprocedurer, som følge af sideløbende påbud fra Finanstilsynet. Om dette så er et udtryk for manglende gennemsigtighed internt eller mindre god selskabsledelse er uvist.

I henhold til Andelskassens godkendelse som certificeret rådgiver, kan man da også stille spørgsmålstejn herved. Fratagelsen af status som certificeret rådgiver blev effektueret mindre end ét år efter denne godkendelse, hvorved det må formodes at der allerede på godkendelsestidspunktet kan have hersket usikkerhed om Andelskassens berettigelse til udøvelse af hvervet som certificeret rådgiver. Det er afgørende for den offentlige tillid til First North som helhed, at de certificerede rådgivere er kvalificerede, og at First North sikrer denne gennem grundigt tilsyn og kontrol.

Ovenstående afgørelse vedrørende Københavns Andelskasse er endvidere en tydelig indikation på, hvorfor det er væsentligt at en certificeret rådgiver imødekommer og efterlever sit ansvar jf. First Norths regelsæt, og dermed blandt andet udviser tilstrækkelig omhu. Som beskrevet tidligere er det ganske vist overvågningsafdelingen, som vurderer hvorvidt en udsteder er kvalificeret til optagelse til handel på First North eller ej, men denne beslutning beror i høj grad på den certificerede rådgivers arbejde, herunder særligt i forbindelse med virksomhedsbeskrivelsen. Såfremt virksomhedsbeskrivelsen indeholder væsentlige fejl som ikke bliver opdaget, da kan dette resultere i at en ikke-kvalificeret udsteder bliver optaget til handel på First North, hvilket alt andet lige ikke er til gavn for den offentlige tillid til markedspladsen som helhed. Netop derfor er det ekstra vigtigt, at First North har implementeret nogle sikkerhedsforanstaltninger, som sikrer opnåelsen af en berettiget tillid til rådgiveren, herunder til resultatet af dennes udførte aktiviteter, fremfor en blind tillid hertil, hvilket også gjorde sig gældende i sagen vedrørende Københavns Andelskasse. På en sådan måde vil First North, herunder dennes overvågningsafdeling, i højere grad være i stand til at vurdere rådgiverens overholdelse af regelsættet, og dermed kvaliteten af eksempelvis virksomhedsbeskrivelsen.

3.1.4. Særligt vedrørende Sverige

I dette afsnit behandles hvorledes regelsættene vedrørende henholdsvis First North og Spotlight i Sverige, adskiller sig fra First North i Danmark.

3.1.4.1. First North i Sverige

Udstedere på First North i Danmark er ikke omfattet af kravene i takeoverdirektivet, flagningsregler mv. (Nicolai, 2020). I Sverige har man dog indført en særskilt lovgivning som gælder for udstedere på multilaterale handelsfaciliteter i henhold til offentlige overtagelsestilbud fremsat til udstedernes aktionærer (Nasdaq, 2019b, s. 36). Dette bidrager i høj grad til at mindske de reguleringsmæssige forskelle mellem det regulerede marked og multilaterale handelsfaciliteter, hvilket alt andet lige er en indikation omkring, at der i højere grad fokuseres på kvaliteten af en given udsteder i Sverige, fremfor hensynet til udstederens ressourcemæssige byrde i forbindelse med en notering på en MHF.

Endvidere har man på First North i Sverige i højere grad fokus på udstedernes adfærd, end hvad tilfældet er på First North i Danmark. Dette kommer til udtryk ved, at udstedere på First North i Sverige, skal overholde hvad der generelt er kendetegnet som acceptabel adfærd på det svenske værdipapirmarked, og har karakter af hvad man i Danmark forbinder med god skik. I den forbindelse er acceptabel adfærd defineret som den aktuelle standardpraksis, som hersker på børsmarkedet vedrørende de børsnoterede selskabers adfærd. Denne standardpraksis er endvidere udtrykt i kommentarer og retningslinjer fra det svenske værdipapirråd, samt anbefalinger herom fra blandt andet Finansinspektionen i Sverige (Nasdaq , 2019b, s. 36). Klare retningslinjer for hvorledes man udviser acceptabel adfærd eller god skik på værdipapirmarkedet, er en måde hvorpå man sikrer, at aktørerne herpå er bevidste omkring dette. Kravet om at imødekomme, hvad der er defineret som acceptabel adfærd, betyder endvidere at man ikke udelukkende fokuserer på en given udsteders overholdelse af regelsættet. Man har imidlertid også øget fokus på udstederens handlinger, som ikke er relateret til regelsættet, hvilket i endnu højere grad sikrer udstedernes og markedspladsens integritet og kvalitet.

3.1.4.2. Spotlight Sverige

På Spotlight kan en udsteder blive omfattet af regelsættet på et tidspunkt hvor udstederen endnu ikke reelt er optaget til handel på markedspladsen. Dette skal dog ske under hensyntagen til relevante markedsforhold, øvrig lovgivning, samt generelt acceptabel adfærd på det svenske værdipapirmarked (Spotlight , 2019, s. 6). Ved muligheden for at gøre regelsættet gældende tidligere, betyder dette at en given udsteder kan gøres ansvarlig for en række forhold, som ikke er indtruffet mens denne har været optaget til handel på markedspladsen. Denne bestemmelse er derfor i særdeleshed et udtryk for, at man i højere grad har fokus på en udsteders ageren og adfærd, som ikke direkte kan relateres til markedspladsen og overholdelsen af regelsættet.

Når en udsteder bliver noteret på Spotlight, da giver udstederen samtidigt samtykke til at dennes revisor uden videre kan give oplysninger til markedspladsen, såfremt oplysningerne er relevante i vurderingen af om udstederen efterlever regelsættet eller ej (Spotlight , 2019, s. 7). Dette adskiller sig markant fra hvorledes det umiddelbart forholder sig i Danmark, hvor kontakten til revisoren udelukkende sker igennem udstederen. Ved direkte kontakt til en revisor vil der i højere grad kunne opnås en dybere indsigt i en given udsteder, herunder særligt vedrørende dennes økonomiske og ledelsesmæssige forhold. Endvidere vil oplysningerne fra revisoren i højere grad bære præg af revisorens synspunkter og holdninger, da udstederen i mindre grad har mulighed for at manipulere og påvirke disse. Ydermere vil operatøren af markedspladsen i højere grad

få indsigt i revisorens fremtoning, adfærd og andre relevante forhold, som kan bruges i en samlet vurdering af revisorens integritet.

På Spotlight er det, på samme måde som vedrørende First North i Sverige, en forudsætning for at være optaget til handel på denne markedsplads, at udstederen efterlever generelt acceptabel adfærd på værdipapirmarkedet samt den særskilte lovgivning vedrørende offentlige overtagelsestilbud på multilaterale handelsfaciliteter (Spotlight , 2019, s. 7).

Kravet på Spotlight vedrørende et offentligt ejerskab, er identisk med kravet på First North, og skal som minimum udgøre 10%. Dog foreskriver regelsættet, at enhver udsteder i praksis, skal gøre en indsats for at sikre at mindst 15% af udstederens finansielle instrumenter har et offentligt ejerskab, for at opnå en redelig og velordnet handel hermed (Spotlight , 2019, s. 10). På baggrund heraf forekommer det tydeligt, at operatøren af Spotlight mener at kravet om et offentligt ejerskab på 10% ikke er tilstrækkeligt. I stedet bør udstedere ifølge operatøren i højere grad nærme sig det regulerede markeds krav om et offentligt ejerskab, som er på 25%. Dette bidrager ligeledes i høj grad til at mindske de reguleringsmæssige forskelle mellem et reguleret marked og en MHF, hvilket alt andet lige er en indikation omkring, at der i højere grad fokuseres på kvaliteten af en given udsteder og dennes finansielle instrumenter i Sverige sammenlignet med Danmark.

På Spotlight gennemføres en "heder- og vandelsprövning", som i vid udstrækning minder om en slags "proper"-test. Denne test gennemføres med det formål at undersøge om selskabet, herunder ledelsen, vurderes at have en tilstrækkelig hæderlig adfærd til at være optaget til handel på Spotlight. Dette omfatter blandt andet en gennemgang af selskabets direktion, bestyrelse og større aktionærer, hvor der i forbindelse hermed blandt andet er fokus på den enkelte persons straffeattest, forretningsregister mv (Spotlight , 2019, s. 10). Dette adskiller sig markant fra hvad tilfældet er på First North i Danmark, hvor der ikke konkret foretages en test af selskabets, herunder ledelsens, hæderlighed. I stedet foretages der i højere grad en vurdering ledelsens uafhængighed og kvalifikationer, hvilket i optagelsesprocessen blandt andet i høj foretages på baggrund af virksomhedsbeskrivelsen.

"Heder- og vandelsprövningen" bidrager i vid udstrækning til at sikre selskabets integritet hvorved, at man i højere grad vil opnå en berettiget tillid til selskabets ledelse, og dermed efterfølgende være i stand til at foretage en retvisende vurdering af om selskabet efterlever kravene i regelsættet.

Vedrørende en given udsteders organisation foreligger der også yderligere krav hertil jf. Spotlights regelsæt. Udover at bestyrelsen skal have en sammensætning og en vis størrelse, som sikrer dets evne til at udøve kontrol med selskabet, herunder direktionen, er det i forbindelse hermed normen at både direktionen og bestyrelsen udgøres af medlemmer, som har været aktiv i sin stilling i minimum en fjerdedel af den tid, hvor selskabet reelt har været noteret på markedspladsen (Spotlight , 2019, s. 12). Med udgangspunkt heri forekommer det tydeligt, at der ønskes en kontinuerlig ledelse hos udstederne på markedspladsen, hvilket i høj grad bidrager til at undgå usikkerhed vedrørende en udsteder og dennes ledelse.

På samme måde som tilfældet er vedrørende First North i Danmark, gælder der også på Spotlight, at ledelsen skal have et tilstrækkeligt kendskab til de ekstra regler, love og forpligtelser som medfølger ved notering på en markedsplads. Alt imens at det er en mulighed for ledelsen hos udstedere på First North at tilegne sig viden herom via seminarer, kurser mv., er dette obligatorisk for den administrerende direktør og bestyrelsesformanden på Spotlight (Spotlight , 2019, s. 12). På denne måde sikrer man i højere grad, at den absolut øverste ledelse i et givent selskab noteret på Spotlight har den krævede viden omkring reglerne og forpligtelserne som medfølger ved en notering herpå. Dette betyder at den enkelte udsteder i højere grad vil fremstå velrustet til overholdelsen af regelsættet.

Endvidere fastlægger Spotlights regelsæt et krav om, at en bestyrelse som minimum skal indeholde fire medlemmer. I forlængelse heraf er det også et krav at en majoritet af bestyrelsens medlemmer er uafhængige af selskabet og dets ledelse, hvoraf yderligere minimum et medlem også skal være uafhængig af selskabets majoritetsaktionærer. Selskabet bør dog tilstræbe sig, at en majoritet af bestyrelsesmedlemmerne er fuldt ud uafhængige af selskabet, herunder også af dets majoritetsaktionærer (Spotlight , 2019, s. 12-13). Dette betyder i praksis, at Hypefactors, beskrevet i afsnit 3.1.2.1., ikke ville kunne blive optaget til handel på Spotlight eftersom, at dette selskab på noteringstidspunktet kun havde tre bestyrelsesmedlemmer. Kravet om et minimum antal bestyrelsesmedlemmer er en sikkerhedsforanstaltning, som blandt andet forhindrer få personers styring og kontrol med en virksomhed. Ved at fordele bestyrelsens opgaver mellem flere medlemmer, undgår man i højere grad, at udførelsen bærer præg heraf. Endvidere fremkommer det ovenfor, at en majoritet af bestyrelsen gerne skal være uafhængige af selskabet som helhed, herunder også af majoritetsaktionærerne, hvilket afviger en smule fra First Norths regelsæt, hvor blot et enkelt medlem behøver at være dette. Umiddelbart vurderes der at være en konkret sammenhæng mellem at jo flere uafhængige bestyrelsesmedlemmer der indgår i bestyrelsen, jo bedre er kvaliteten og integritet af bestyrelsens udførte arbejde.

På Spotlight er det endvidere et krav, at en udsteder gør en indsats for at informere markedet, når en aktionær overskrider flagningstærsklerne (Spotlight, 2019, s. 12-13). Som følge heraf fremgår det ligeledes her tydeligt, at Spotlight i højere grad nærmer sig kravene som gør sig gældende for et reguleret marked, end hvad tilfældet er vedrørende First North i Danmark. Dette vil altså sige, at Spotlight i vid udstrækning har fokus på opretholdelsen af markedspladsens kvalitet frem for lempelsen af krav, med det formål i højere grad at gøre det muligt og attraktivt for udstedere at lade sig notere.

3.2. Delkonklusion

Operatøren af First North har defineret en kvalificeret udsteder på baggrund af optagelseskravene i regelsættet. På baggrund heraf fremgår det, at den enkelte udsteder, herunder også dennes finansielle instrumenter, er underlagt en række krav, med det formål at sikre at denne besidder en, ifølge operatøren, tilstrækkelig og hensigtsmæssig kvalitet, i høj grad under hensyntagen til den offentlige tillid til markedspladsen som helhed. I forlængelse heraf har operatøren af First North implementeret en række yderligere foranstaltninger, herunder optagelsesprocessen, virksomhedsbeskrivelsen, kravet om tilknytning af en certificeret rådgiver mv., som i høj grad i teorien er gavnligt for sikringen af kvalificerede udstedere på markedspladsen. Særligt den certificerede rådgiver spiller en væsentlig rolle i forbindelse med den enkelte udsteders overholdelse af regelsættet, og dermed opretholdelsen af en hensigtsmæssig og betryggende drift på markedspladsen. Der kan dog stilles spørgsmålstejn ved den egentlige effekt og funktion af en række af disse foranstaltningers i henhold til opretholdelsen af kvalificerede udsteder på markedspladsen. Dette behandles nærmere i et senere kapitel i afhandlingen.

Derudover er det blevet belyst, at First North har en række lempede krav vedrørende udstedere sammenlignet med Fondsbørsen hvorved, at First North i højere grad tilgodeser små- og mellemstore virksomheders mulighed og interesse i at være optaget til handel på markedspladsen. Dette kommer dog ikke som nogen overraskelse eftersom, at netop dette er formålet med driften af en MHF, herunder af et SMV-vækstmarked. I Sverige har man dog imidlertid i høj grad mindsket de reguleringsmæssige forskelle mellem det regulerede marked og MHF'erne. Endvidere har man i Sverige i højere grad fokus på udstedernes adfærd som går ud over regelsættets bestemmelser, samt implementeret yderligere skærpede krav vedrørende udstedere. Dette er en tydelig indikation om, at man i Sverige i vid udstrækning fokuserer på kvaliteten af udstederne fremfor kvantiteten hvorved, at der i mindre grad tages hensyn til den ressourcemæssige byrde ved noteringen. Der foreligger dermed væsentlige strategiske forskelle mellem reguleringerne vedrørende MHF'er i Danmark og i Sverige. Dette er både et udtryk for forskellene i den nationale lovgivning vedrørende MHF'er, men også markedspladsernes egen fortolkning og forståelse af lovgivningen. I forbindelse hermed kan det diskuteres om First Norths definition af en kvalificeret udsteder i tilstrækkelig grad bidrager til en

hensigtsmæssig og betryggende drift af markedspladsen hvorved, at der kan og bør stilles spørgsmålstejn ved, om offentligheden har tillid til den enkelte udsteder på First North, selvom denne er kvalificeret. Der forekommer en diskussion af dette senere i afhandlingen.

Kapitel 4: Tilsyn

For at opretholde kvaliteten af multilaterale handelsfaciliteter føres der blandt andet tilsyn med hvorvidt disse, herunder aktørerne på disse, overholder gældende lovgivning, regelsæt mv. I forbindelse hermed har de relevante myndigheder beføjelser til at straffe og sanktionere aktører, som ikke overholder gældende lovgivning og regler, og dermed ikke bidrager til opretholdelsen af markedspladsens kvalitet.

Tilsynet udføres af interne aktører, såvel som af eksterne aktører. Det interne tilsyn vedrører operatørens tilsyn med markedspladsens aktører, herunder udstedere og certificerede rådgivere. Det eksterne tilsyn omhandler primært Finanstilsynets, som er Danmarks kompetente myndighed på området, overvågning med MHF'ers overholdelse af gældende lovgivning, herunder også aktørerne på den multilaterale handelsfacilitet.

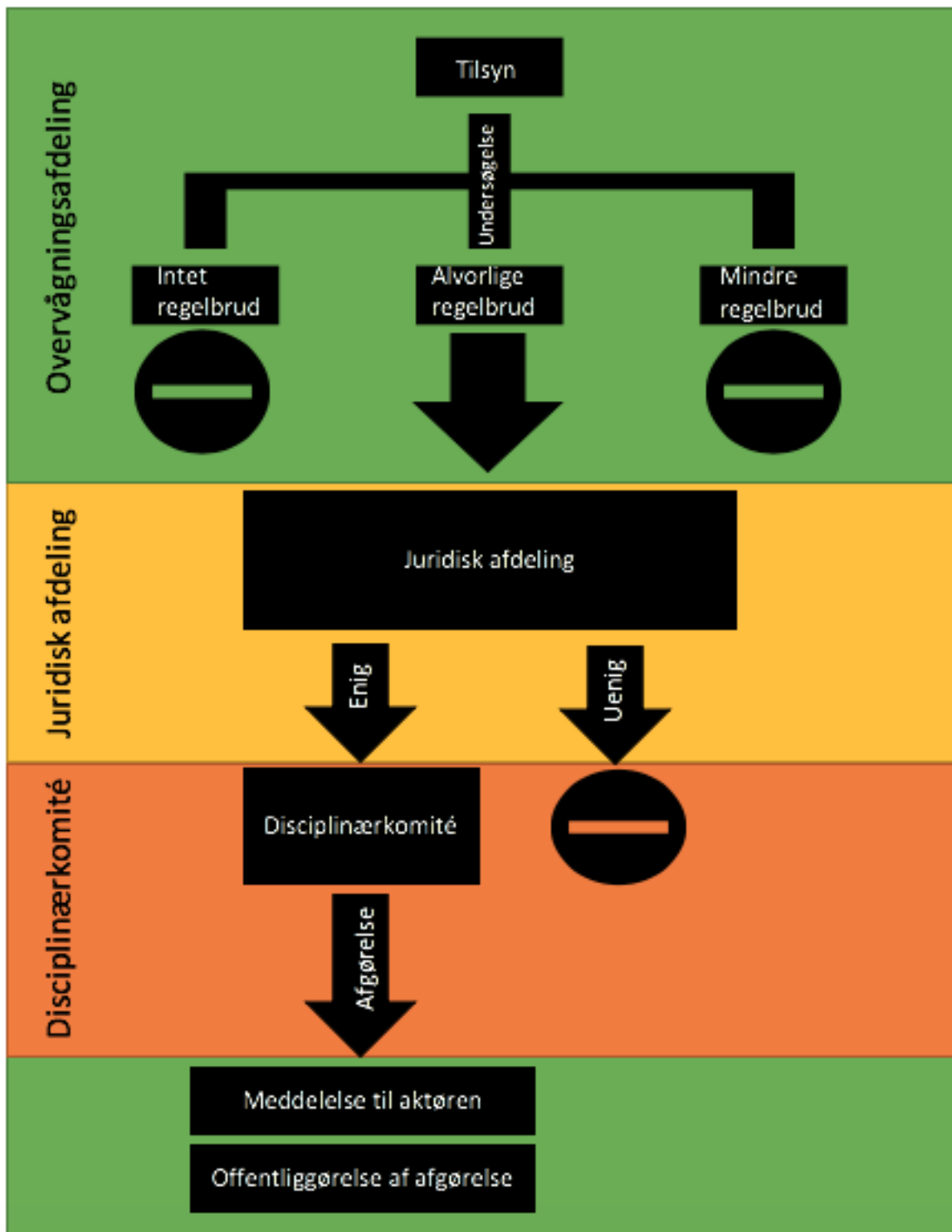
Dette kapitel belyser både det interne og det eksterne tilsyn vedrørende multilaterale handelsfaciliteter, og i den forbindelse hvorledes der kan reageres den på viden som opnås ved det pågældende tilsyn.

4.1. Internt tilsyn

Som beskrevet ovenfor er den interne tilsynsmyndighed operatøren af markedspladsen, som i dette tilfælde er First North. Operatøren fører tilsyn med at aktørerne på First North, herunder udstedere og certificerede rådgivere, efterlever det udarbejdede regelsæt. Dette tilsyn har hjemmel i KAPML § 106. For at opretholde kvaliteten på First North, og sikre at aktørerne imødekommer sine forpligtelser, har operatøren en række reaktionsmuligheder og beføjelser, som blandt andet inkluderer sanktioner rettet mod markedspladsens øvrige aktører¹⁶. Disse beføjelser har blandt andet hjemmel i KAPML § 108.

Tilsynsprocessen- og disciplinærprocessen vedrørende First North er skildret via figur 6. Som det fremgår af figur 6, er tilsyns- og disciplinærprocessen fordelt på forskellige organer internt hos operatøren af First North, herunder en overvågningsafdeling, en juridisk afdeling og en disciplinærkomité. På figuren fremgår der en grøn, gul og en orange farve. Disse farver er et udtryk for hvem i operatørens organisation som har ansvaret for udførelsen af de pågældende aktiviteter.

¹⁶ Aktør er i indeværende afsnit en fælles betegnelse for udstedere og certificerede rådgivere.



Figur 6: Tilsyns- og disciplinærprocessen på First North. Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i (Nasdaq , 2020e).

4.1.1. Tilsyns- og disciplinærprocessen

Nasdaq Copenhagens overvågningsafdeling har ansvaret for at føre tilsyn med at alle aktører på First North, herunder certificerede rådgivere og udstedere, efterlever kravene i operatørens gældende regelsæt. Dette sker helt konkret ved at der blandt andet foretages målinger og test af forhold vedrørende aktører på First North, for at kunne be- eller afkræfte om regelsættet efterleves (Nasdaq , 2020e). På en sådan måde opnår overvågningsafdelingen et grundlag hvorpå det kan vurderes, hvorvidt en aktør efterlever de relevante bestemmelser i regelsættet.

Hvis overvågningsafdelingen i forbindelse med dette tilsyn kommer i besiddelse af information, som indikerer at den enkelte aktør har eller kan have overtrådt én eller flere bestemmelser i operatørens regelsæt, da skal en undersøgelse herom iværksættes, som det fremgår af figur 6. Undersøgelsen har til formål at identificere potentielle regelovertrædelser, og i den forbindelse at opnå en forklaring fra den pågældende aktør. I nogle tilfælde kan det være nødvendigt for overvågningsafdelingen at tage kontakt til aktøren adskillige gange for at tilegne sig den tilstrækkelige information og materiale, for at kunne klarlægge sagens nøjagtige forhold. Vedrørende udstedere foregår kontakten primært igennem dennes certificerede rådgiver. Endvidere vil kontakten med den pågældende aktør, som udgangspunkt være af skriftlig karakter og på dansk. Årsagen hertil er, at der skal være tilstrækkelig dokumentation vedrørende sagens forhold, samt at dette skal kunne fremsendes til Finanstilsynet, såfremt det kræves (Nasdaq , 2020e).

Hvis undersøgelsen afslutningsvist konkluderer, at den pågældende aktør ikke har overtrådt det gældende regelsæt, eller at en overtrædelse af regelsættet har været ubetydelig i henhold til det overordnede billede af aktørens præstation i henhold til regelsættet, da vil undersøgelsen afsluttes uden yderligere foranstaltninger, som det fremgår af figur 6. Dog kan overvågningsafdelingen i dette tilfælde angive en bemærkning rettet mod aktøren, med det formål at gøre aktøren opmærksom på at få justeret nogle mindre detaljer, som i høj grad vil fjerne enhver tvivl om aktørens overholdelse af det gældende regelsæt (Nasdaq , 2020e).

Såfremt undersøgelsen i stedet konkluderer, at aktøren har overtrådt regelsættet, men hvor overtrædelsen dog udgør mindre væsentlig betydning, da vil overvågningsafdelingen som udgangspunkt udstede en ikke-offentlig irettesættelse til den pågældende aktør. Formålet hermed er at gøre aktøren opmærksom på regelovertrædelsen. Overvågningsafdelingen har samtidigt ikke interesse i at skade aktørens omdømme i relation til offentligheden, ved at offentliggøre at aktøren ikke har efterlevet det gældende regelsæt eftersom, at regelbruddet er af mindre væsentlig karakter (Nasdaq , 2020e). Dette betyder endvidere også, at sagen ikke vil blive behandlet af andre interne organer hos operatøren af First North end overvågningsafdelingen, hvilket fremgår af figur 6.

Munder overvågningsafdelingens undersøgelse i stedet ud i, at den pågældende aktør anses for at have overtrådt regler i operatørens regelsæt, som er af mere alvorlig karakter, da har overvågningsafdelingen ikke til opgave og endvidere heller ikke myndighed til at indlede en disciplinærsag mod aktøren. Denne proces flyttes i stedet til operatørens juridiske afdeling, som det fremgår af figur 6. I forbindelse med overdragelsen af sagen til den juridiske afdeling skal overvågningsafdelingen udarbejde et dokument, med det formål at argumentere for aktørens regelbrud. Dette dokument udarbejdes på baggrund af den information, som overvågningsafdelingen har dokumenteret i forbindelse med undersøgelsen, beskrevet ovenfor. Såfremt den juridiske afdeling er uenig i overvågningsafdelingens argumentation vedrørende et mere alvorligt regelbrud, da sendes sagen retur til overvågningsafdelingen. I dette tilfælde er det overvågningsafdelingen som har ansvaret for at afslutte sagen, hvilket eventuelt kan ske via en ikke-offentlig irettesættelse til den pågældende aktør (Nasdaq , 2020e).

Hvis den juridiske afdeling derimod er enig i overvågningsafdelingens vurdering af, at der foreligger et regelbrud, som er af mere alvorlig karakter, og at der dermed skal indledes en disciplinærsag mod den pågældende aktør, da vil al dokumentation blive videresendt til operatørens Disciplinærkomité. Disciplinærkomitéen har til ansvar at træffe en afgørelse omkring hvilken straf, som aktøren skal tildeles på baggrund af sagens klargjorte omstændigheder og forhold, som det fremgår af figur 6. Disciplinærkomitéen kan også selv indlede disciplinærsager uden involvering af både overvågningsafdelingen og den juridiske afdeling. Dette kan dog kun ske i tilfælde hvor forhold vurderes at være tydelige, omfattende og fundamentale, og samtidigt sker i modstrid mod operatørens regelsæt (Nasdaq , 2020e).

Overvågningsafdelingen har til opgave at håndtere selve offentliggørelsen af disciplinærkendelsen. Som hovedregel indgår aktørens navn i denne offentliggørelse. I tilfælde hvor der er tale om mindre alvorlige regelovertredelser eller hvor særlige omstændigheder gør sig gældende, da kan operatøren dog beslutte ikke at offentliggøre identiteten på den enkelte aktør (Nasdaq , 2020e). Ved ikke at offentliggøre identiteten på aktører, som er involveret i mindre alvorlige regelovertredelser, sikrer operatøren at der ikke foreligger skade af den enkelte aktørs omdømme ved offentliggørelsen af en regelovertredelse, som ikke er væsentlig for den samlede vurdering af aktørens præsteren på markedspladsen.

Som det fremgår af figur 6, bærer tilsyns- og disciplinærprocessen på First North i høj grad præg af funktionsadskillelse. Dette skal uden tvivl ses som en sikkerhedsforanstaltning implementeret af First North således, at et enkelt organ ikke varetager al be-myndigelse vedrørende disciplinærprocesser. Endvidere er dette i høj grad også et udtryk for kravene i KAPML § 89, stk. 2, pkt. 4.

Det er således overvågningsafdelingen, som har ansvaret for at føre tilsyn og kontrol

med udstederne, og endvidere at gennemføre uddybende undersøgelser ved konkrete overtrædelser, eller mistanke herom. Overvågningsafdelingen har imidlertid ingen beføjelser, når det kommer til udstedelse af sanktioner, som er rettet mod grovere forsejlinger af regelsættet. På denne måde undgår man, at overvågningsafdelingen, som følge af sit indgående kendskab til den pågældende aktør, udsteder uhensigtsmæssige sanktioner til den pågældende aktør, under hensyntagen til den offentlige tillid til markedspladsen. Dette varetages i stedet af først den juridiske afdeling, og efterfølgende af Disciplinærkomitéen. Den juridiske afdeling har virke som en slags transitafdeling, hvor sagen hurtigt passerer videre til enten overvågningsafdelingen eller Disciplinærkomitéen, alt efter afdelingens vurdering af den pågældende sag. Ved at få flere øjne på samme sag, opnås der større sandsynlighed for, at sagen ikke behandles uhensigtsmæssigt, hvilket som udgangspunkt minimerer og afdækker risiciene for, at ikke-kvalificerede udstedere kan være optaget til handel på First North.

I forhold til tilsyns- og disciplinærprocessen er det afgørende, at der er et hensigtsmæssigt samspil mellem processens forskellige faser, samt de forskellige organer som indgår i denne proces. I tilfælde hvor tilsynet slår fejl, og overvågningsafdelingen dermed ikke bliver bekendt med en given aktørs grove overtrædelse af bestemmelser i regelsættet, da kommer dette aldrig til kundskab for Disciplinærkomitéen hvorved, at den pågældende aktør ikke bliver sanktioneret under hensyntagen til den offentlige tillid til markedspladsen. Omvendt vil Disciplinærkomitéens sanktioner ikke være retvisende i tilfælde, hvor dennes beslutning bygger på et forfejlet grundlag, grundet en utilstrækkelig undersøgelse foretaget af overvågningsafdelingen.

På baggrund af ovenstående er det altså essentielt for tilsyns- og disciplinærprocessens funktionalitet, at operatørens interne organer forbliver objektive og uafhængige af hinanden og endvidere at tilsynet og undersøgelserne i den forbindelse foretages grundigt nok. Dette stiller en række krav til personalet hos operatøren, men også operatørens organisation, hvilket behandles nærmere i et senere kapitel i indeværende afhandling.

4.1.2. Særligt vedrørende tilsyn med den certificerede rådgiver

Certificerede rådgivere er, ligesom udstedere, underlagt tilsyn af operatøren af First North, som beskrevet i det forrige afsnit. Operatøren af First North fører tilsyn med, om den enkelte certificerede rådgiver fuldt ud, overholder sit ansvar i henhold til det udstedte regelsæt. I den forbindelse skal den certificerede rådgiver give operatøren adgang til de oplysninger, der i den pågældende sammenhæng anses som værende nødvendige for, at der kan foretages en retvisende og tilstrækkelig vurdering af rådgiverens efterlevelse af regelsættet (Nasdaq, 2019b, s. 29).

Tilsynet med den certificerede rådgiver, er på mange måder et udtryk for at der bliver ført tilsyn med tilsynet. Den certificerede rådgivers primære rolle er nemlig, som tidligere beskrevet, at føre kontrol med, at den enkelte udsteder overholder sine forpligtelser i relation til First Norths regelsæt. Ved at føre tilsyn med den certificerede rådgiver, opnås der indsigt i kvaliteten af den enkelte rådgiver, og dermed aktiviteterne som udføres, herunder resultaterne af disse. Dette er gavnligt for opnåelsen af en berettiget tillid til den certificerede rådgiver således, at der ikke eksisterer et blindt tillidsforhold mellem operatøren af First North og den certificerede rådgiver. På denne måde opnår operatøren i højere grad kendskab til, om rådgiveren efterlever sit ansvar, og om den information som tilflyder operatøren fra rådgiveren vedrørende en given udsteder, er retvisende. Som følge af et oplyst informationsgrundlag vedrørende den certificerede rådgiver, har operatøren i højere grad mulighed for at identificere de risici som måtte eksistere vedrørende rådgiveren, og dermed udstederen, hvilket i højere grad muliggør at der kan reageres herpå.

4.1.3. Hvem er de interne organer i forbindelse med tilsyns- og disciplinærprocessen?

Som det blev skildret i figur 6, indgår der tre interne organer fra operatørens organisation i forbindelse med tilsyns- og disciplinærprocessen. Dette afsnit belyser disse interne organer.

Overvågningsafdelingen er et internt organ, som er adskilt fra organisationens egentlige forretningsområde. Dette betyder også at væsentlige beslutninger og processer, der foretages af overvågningsafdelingen, som udgangspunkt ikke er påvirket af operatørens egentlige forretningsmæssige forhold og situation (Nasdaq, 2020j). Formålet hermed er at opretholde integriteten til operatøren, First North, og værdipapirmarkedet som helhed. Overvågningsafdelingen vurderes at omfatte personer med tilstrækkelige kompetencer, til at kunne vurdere hvorvidt udstedere og certificerede rådgivere efterlever operatørens udstedte regelsæt eller ej, og i hvilken grad forseelser begået af aktører er alvorlige. På trods af at overvågningsafdelingen er afskærmet fra operatørens egentlige forretningsområde, varetages aktiviteterne i overvågningsafdelingen dog stadig af ansatte, som direkte er ansat af operatøren af First North. I forbindelse hermed forekommer der senere i afhandlingen en diskussion af, om dette er hensigtsmæssigt.

Den juridiske afdeling vurderes at inkludere personer, som har en juridisk uddannelsesbaggrund, og som derfor er meget kompetente til at kunne vurdere hvorvidt der er tale om en mindre alvorlig regelovertrædelse af First Norths regelsæt, eller om der er tale om en alvorlig regelovertrædelse. Den juridiske afdeling er formentlig også afskærmet fra operatørens egentlige forretningsmæssige forhold således, at disse kan forholde sig

mere eller mindre objektivt til hvorvidt der skal indledes en disciplinærsag mod en aktør på First North eller ej.

Disciplinærkomitéen er ligeledes et internt organ, som dog er uafhængigt af overvågningsafdelingen. Denne Komité er ikke afskærmet fra operatørens forretningsmæssige forhold på samme måde, som det er tilfældet med eksempelvis overvågningsafdelingen. Den administrerende direktør for operatøren af First North er formand for Disciplinærkomitéen. Endvidere er den administrerende direktør ansvarlig for at udpege Komitéens øvrige medlemmer. I alt består Disciplinærkomitéen på nuværende tidspunkt af fire medlemmer, inklusive den administrerende direktør. De øvrige tre medlemmer af Disciplinærkomitéen er udgjort af personer, som besidder følgende stillinger hos Nasdaq-koncernen (Nasdaq, 2020j):

- Viceformand: Europæisk hovedrådgiver, Nasdaq Inc.
- Medlem: Chef for den europæiske overvågningsafdeling, Nasdaq Inc.
- Medlem: Repræsentant fra den juridiske afdeling, Nasdaq Copenhagen.

Som det fremgår ovenfor, er det reelt den administrerende direktør for operatøren af First North, som træffer afgørelse omkring, hvorledes Komitéen skal håndtere aktørers overtrædelse af regelsættet. Dette kommer til udtryk ved at den administrerende direktør er formand for Komitéen, og at direktøren endvidere udpeger Komitéens øvrige medlemmer. Hvorvidt Komitéen, med udgangspunkt i sin nuværende form og struktur, er egnet til at kunne varetage sin funktion hensigtsmæssigt, under hensyntagen til den offentlige tillid til First North, eller ej er et godt spørgsmål. Dette spørgsmål behandles i et senere kapitel i afhandlingen.

4.1.4. Sanktionsmuligheder og øvrige administrative beslutninger

Såfremt der ikke kan reageres på den viden, som tilegnes i forbindelse med tilsynet og kontrollen med aktørerne på First North, da har dette som udgangspunkt ingen effekt. Det er derfor afgørende for opretholdelsen af kvalificerede aktører på First North, at der kan reageres herpå, eksempelvis i form af sanktioner.

For at operatørens Disciplinærkomité kan gennemføre sanktioner rettet mod udstedere, såvel som certificerede rådgivere, gælder at den involverede part har ret til at kommentere på den påtænkte sanktion, og fremlægge sit syn herpå (Nasdaq, 2019b, s. 32). I forbindelse hermed skal det bemærkes, at det ikke er obligatorisk, at der skal forekomme en mundtlig eller en skriftlig høring af den involverede aktør. Dog giver denne bestemmelse en given aktør mulighed for at lade sine holdninger og vurderinger komme til kundskab, hvilket i et vist omfang minimerer risikoen for, at der bliver gennemført sanktioner som ikke skulle og burde være gennemført.

4.1.4.1. Sanktionsmuligheder vedrørende udstedere

Hvis operatørens overvågningsafdeling i forbindelse med sin overvågning og sit generelle tilsyn med en udsteder, tilegner sig viden omkring, at en udsteder har begået grovere overtrædelser af det udstedte regelsæt, og efterfølgende på baggrund af en undersøgelse fastholder dette synspunkt, da skal der reageres herpå, med det formål at sikre og opretholde den offentlige tillid til First North. Som det blev beskrevet i tilsyns- og disciplinærprocessen, er det Disciplinærkomitéen, der fastlægger hvilken sanktion, som overtrædelsen skal medføre. Disciplinærkomitéen har følgende typer af sanktionsmuligheder (Nasdaq , 2019b, s. 31):

- Offentlig påtale.
- Bøder.
- Suspension af en udsteders finansielle instrumenter.

Påtalen er den mindst vidtgående sanktion, og anvendes i tilfælde, hvor regelbruddet er mindre alvorligt, men hvor det stadig er nødvendigt at irettesætte udstederen. Det næste skridt op på sanktionsstigen vedrører bøder, som anvendes i tilfælde hvor regelbruddet er alvorligt, men hvor det anses som værende for vidtgående med en suspension af udstederens finansielle instrumenter fra optagelse til handel på First North. Bødens størrelse afhænger af alvoren af regelovertrædelsen, samt andre relevante omstændigheder som eksempelvis tidligere sanktioner til udstederen. I tilfælde hvor udstederen har begået seriøse regelovertrædelser, og hvis dette har skadet eller potentielt vil skade den offentlige tillid til markedspladsen, da kan udstederens finansielle instrumenter suspenderes fra optagelse til handel på First North. Udstederens finansielle instrument kan igen være optaget til handel på First North på det tidspunkt, hvor den pågældende regelovertrædelse ikke længere finder sted. Suspensionen af en given udsteders finansielle instrumenter fra optagelse til handel på First North vil dog ikke være en sanktionsmulighed, hvis fjernelsen heraf vil være uhensigtsmæssigt under hensyntagen til investornes og markedets interesse (Nasdaq , 2019b, s. 31-32).

Ovenstående sanktionsmuligheder for Disciplinærkomitéen, og offentliggørelsen heraf, er fremsat med det formål at give udstederne incitament til at overholde First Norths regelsæt, hvorved kvaliteten heraf i højere grad opretholdes. De fleste udstedere kan og vil formentlig "overleve" en enkelt offentlig påtale og eventuelt en bøde fra operatøren af First North. Men hvis sanktionerne er vedtagende og endnu mere vidtgående, kan dette i værste fald have fatale konsekvenser for den enkelte udsteder. Derudover er sanktionerne et konkret redskab, som markedspladsen anvender for at straffe ikke-kvalificerede udstedere, og dermed opretholde antallet af kvalificerede udstedere på markedspladsen.

Administrativ beslutning

Udover ovenstående sanktionsmuligheder har Disciplinærkomitéen også mulighed for at træffe administrative beslutninger vedrørende fjernelse af finansielle instrumenter fra handel på First North. Sådanne beslutninger kan træffes, hvis der er tale om en ikke-kvalificeret udsteder hvorved, at denne ikke længere efterlever markedspladsens optagelseskrav, og at der ikke er udsigt til at dette kan og vil ændres fremadrettet (Nasdaq , 2019b, s. 32).

En administrativ beslutning omkring sletning kan endvidere komme på tale i forbindelse med substantielle ændringer (Nasdaq , 2019b, s. 32).

Operatørens administrative beslutning om at fjerne en given udsteder fra optagelse til handel på First North skal ikke træffes, hvis det vurderes at dette generelt vil være uhensigtsmæssigt for investorernes og markedets interesse, eller hvis en sådan beslutning i øvrigt modstrider gældende lovgivning (Nasdaq , 2019b, s. 32).

Forskellen mellem den administrative beslutning vedrørende fjernelse af en udsteders finansielle instrument fra handel på First North og suspension heraf, er at de finansielle instrumenter ved suspensionen har udsigt til igen at blive optaget til handel på First North, når regelovertredelsen ikke længere finder sted. Dette er ikke tilfældet ved den administrative beslutning. Ved en administrativ beslutning om at fjerne en udsteders finansielle instrumenter fra optagelse til handel på First North er beslutningen definitiv. I tilfælde hvor en udsteder igen ønsker at blive optaget til handel på First North, da skal optagelsesprocessen gentages, og der skal igen fremsendes en formel ansøgning herom til Nasdaq Listing Center.

Operatørens beføjelser vedrørende at træffe en administrativ beslutning om at fjerne en udsteder fra handel på First North er, på samme måde som tilfældet er vedrørende sanktionsmulighederne, et incitament for udstedere om at efterleve de gældende krav, som fremgår af First Norths regelsæt.

Udstederne har altså som udgangspunkt ingen interesse i at blive slette fra handel på First North. Operatøren af First North har dog som udgangspunkt heller ingen interesse i gennemførelsen af en sådan beslutning eftersom, at dette ikke er gavnligt for den offentlige tillid til markedspladsen som helhed. Dette skyldes, at en administrativ beslutning om fjernelse af en udsteders finansielle instrumenter fra First North, blandt andet kan være et udtryk for, at operatørens overvågningsafdeling har fejlet i undersøgelsen af om en given var kvalificeret eller ej under optagelsesprocessen.

4.1.4.2. Sanktionsmuligheder vedrørende den certificerede rådgiver

Såfremt at First Norths overvågningsafdeling som led i sin overvågning og sit tilsyn med certificerede rådgivere finder, at den certificerede rådgiver ikke imødekommer sine krav, og at en efterfølgende undersøgelse underbygger dette, da har Disciplinærkomitéen beføjelser til at sanktionere rådgiveren. Som det blev beskrevet i disciplinær- og tilsynsprocessen, er det dog typisk kun ved grovere overtrædelser af regelsættet, at Disciplinærkomitéen involveres. Sanktionsmulighederne vedrørende certificerede rådgivere består af følgende (Nasdaq , 2019b, s. 31):

- Offentlig påtale.
- Bøder.
- Annullering af status som certificeret rådgiver.

Sanktionsstigen vedrørende certificerede rådgivere er opbygget på samme måde, som sanktionsstigen vedrørende udstedere. Den hårdeste sanktionsmulighed rettet mod certificerede rådgivere vedrører dog annullering af den tildelte status som certificeret rådgiver. Denne sanktionsmulighed anvendes i tilfælde, hvor den certificerede rådgiver har begået alvorlige regelovertredelser i henhold til First Norths regelsæt, eller hvis overtrædelsen af regelsættet har skadet eller potentielt vil skade den offentlige tillid til markedspladsen som helhed (Nasdaq , 2019b, s. 31).

I tilfælde af, at en certificeret rådgiver mister sin status som certificeret rådgiver, og dette efterfølgende offentliggøres, da vil dette alt andet lige påvirke omverdenens vurdering af rådgiverens troværdighed. Certificerede rådgivere har dermed stor interesse i at efterleve First Norths regelsæt, hvilket som udgangspunkt er gavnligt for kvaliteten af rådgiverens udførte arbejde. First North har dog på den anden side heller ingen interesse i at udstede en sådan sanktion eftersom, at dette kan være et udtryk for, at First North har fejlet i godkendelsen af den certificerede rådgiver.

4.1.4.3. Inddragelse af sager

I indværende afsnit inddrages henholdsvis en sag vedrørende sletning af en udsteder og en sag vedrørende fratagelsen af en certificeret rådgivers status som certificeret rådgiver. Formålet hermed er at, belyse hvorfor det er essentielt for operatøren af First North at have beføjelsesmulighederne beskrevet i forrige afsnit.

Sletning af en udsteder fra optagelse til handel på First North

Det seneste tilfælde hvor en administrativ beslutning om sletning af en udsteders finansielle instrumenter fra First North blev gennemført, var d. 5/12-2018. Dette vedrørte Optima Worldwide Group plc (Nasdaq, 2019a, s. 15-17).

Sagsforhold vedrørende Optima Wolrdwide Group plc.:

Selskabets havde igennem en længere periode misligholdt sine oplysnings- og informationsforpligtelser, hvilket blandt andet omfattede manglende offentliggørelse af årsrapporter, halvårsrapporter samt udskiftning i ledelsen. Som følge heraf vurderede overvågningsafdelingen at udstederen groft havde overtrådt flere fundamentale bestemmelser i regelsættet. I den forbindelse fremgår det af sagsbeskrivelsen, at en administrativ beslutning om sletning kun foretages i ekstreme situationer, og hvor hensynet til den offentlige tillid til markedspladsen overstiger hensynet til de investorer, som har investeret i værdipapiret. I forlængelse heraf fremgår det endvidere, at selv i sådanne situationer, da vil en beslutning om sletning af en udsteders finansielle instrumenter kun forekomme, hvis der ikke foreligger andre løsninger på problemstillingen. Operatørens overvågningsafdeling vurderede at den eneste løsning på udstederens grove overtrædelser af regelsættet, var at slette udstederen fra First North, og at hensynet til den offentlige tillid til markedspladsen i det givne tilfælde vejede tungere end hensynet til eventuelle investorer hos udstederen. Disciplinærkomitéen var enige i overvågningsafdelingens vurdering herom, hvorefter at udstederen endeligt blev slettet fra First North (Nasdaq, 2019a, s. 15-17).

På baggrund af ovenstående sagsforhold fremkommer det tydeligt, hvorfor det er essentielt at have beføjelse til at slette en udsteder fra handel på First North. Optima, udstederen, var på daværende tidspunkt åbenlyst ikke kvalificeret til at være optaget til handel på First North, hvilket var decideret skadeligt for den offentlige tillid til markedspladsen. Det var dermed afgørende for den offentlige tillid til markedspladsen som helhed, at operatøren af First North havde beføjelsen til at reagere herpå, og altså slette udstederen fra handel på markedspladsen. I forlængelse heraf fremgår det også tydeligt, at beslutningen vedrørende sletningen af Optima blev foretaget under hensyntagen til den offentlige tillid til markedspladsen.

Derudover er en beslutning om sletning et demonstrativt eksempel omkring, hvilken adfærd operatøren af First North ikke accepterer. På baggrund heraf vurderes beslutningen ovenfor, alt andet lige, at have bidraget til skabelsen af klare og tydelige retningslinjer omkring de givne forhold, som fremgår af sagen ovenfor. Dette betyder således også, at der på baggrund af sanktioner i højere grad forekommer en norm for den enkelte udsteders adfærd, hvilket er gavnligt for den offentlige tillid til markedspladsen.

Fratagelsen af retten til at være certificeret rådgiver

Som det blev beskrevet i afsnit 3.1.3.3., var der i 2016 et tilfælde hvor en certificeret rådgiver, Københavns Andelskasse, fik frataget retten til at udøve hverv og dermed have status som certificeret rådgiver. Andelskassen havde forbrudt sig groft med regelsættets bestemmelser omhandlende certificerede rådgivere, og udvist utilstrækkelig omhu i forbindelse med udarbejdelsen og godkendelsen af en virksomhedsbeskrivelse (Nasdaq ,

2017, s. 21-22). Sagen herom er en tydelig understregelse af, hvorfor det er essentielt for operatøren af First North at have sanktionsbeføjelserne beskrevet i forrige afsnit. En certificeret rådgiver spiller nemlig en altafgørende rolle i optagelsen af kvalificerede udstedere på First North, og dermed i opretholdelsen af den offentlige tillid til markedspladsen. Såfremt en rådgiver da forbryder sig groft mod kravene, kan dette potentielt medføre en forringelse af den offentlige tillid til markedspladsen. Fratagelsen af Andelskassens status som certificeret rådgiver blev da i høj grad gennemført under hensyntagen til den offentlige tillid til markedspladsen som helhed.

Derudover spiller sanktionerne yderligere en væsentlig rolle eftersom, at de har til formål at ændre certificerede rådgiveres adfærd fremadrettet, således at et lignende tilfælde ikke gentager sig. Såfremt operatøren af First North ikke havde haft beføjelserne til at sanktionere Andelskassen, da ville der i højere grad herske usikkerhed omkring hvorledes en certificeret rådgiver henholdsvis kan og ikke kan tillade sig at agere og reagere i konkrete tilfælde. Ved frtagelsen af Andelskassens status som certificeret rådgiver foreligger der i højere grad klare retningslinjer omkring, at operatøren ikke respekterer og accepterer at rådgivere, ikke udfører test omkring indholdet af en virksomhedsbeskrivelse, og som endvidere ikke kommunikerer klart og tydeligt med operatøren.

4.1.5. Særligt vedrørende Sverige

I dette afsnit forekommer der en gennemgang af det interne tilsyn, herunder sanktionsmyndigheden, vedrørende henholdsvis First North og Spotlight i Sverige.

4.1.5.1. First North i Sverige

Som det blev beskrevet tidligere i afhandlingen, har operatøren af First North i Sverige, udover at have fokus på overholdelsen af regelsættet, også i højere grad fokus på aktørernes adfærd, hvilket i mindre grad er tilfældet på First North i Danmark. Dette kommer også til udtryk vedrørende tilsyns- og disciplinærprocessen.

På First North i Sverige kan udstedere og certificerede rådgivere sanktioneres, selvom disse ikke på nogen måde har brudt regelsættets bestemmelser. Dette gælder i tilfælde hvor udstederen eller den certificerede rådgiver, som følge af ikke-acceptabel adfærd, vurderes at skade den offentlige tillid til operatøren, First North eller værdipapirmarkedet som helhed (Nasdaq , 2019b, s. 36). Dette er således en tydelig understregelse af, at man i Sverige har fokus på forhold, som ikke direkte har relevans for overholdelsen af markedspladsens regelsæt. Man vurderer dog i denne henseende, at det er en forudsætning for opretholdelsen af den offentlige tillid til markedspladsen, at en udsteder udviser generel acceptabel adfærd.

Udover ovenstående er sammensætningen af Disciplinærkomitéen vedrørende First North i Sverige væsentligt forskellig fra First North i Danmark. Disciplinærkomitéen i Sverige er, i modsætning til hvad der gør sig gældende i Danmark, et uafhængigt organ af selve operatørens forretning. Derudover udpeges medlemmerne af komitéen af operatørens bestyrelse, og ikke af operatørens administrerende direktør. Endvidere har Finansinspektion, Sveriges pendant til Finanstilsynet, i den forbindelse mulighed for at komme med sit syn på, om medlemmerne af Komitéen er tilstrækkeligt egnede og kvalificerede til at kunne varetage hvervet som komitémedlem. Ydermere er det et krav, at Disciplinærkomitéen vedrørende First North i Sverige har minimum fem medlemmer, som alle skal være uafhængige af operatøren, samt af ejerne af operatørens virksomhed. På nuværende tidspunkt har Disciplinærkomitéen vedrørende First North i Sverige 11 medlemmer, inklusive en formand og en næstformand. Vedrørende formanden og næstformanden af Komitéen er det krav, at disse er uddannede advokater og derudover har erfaring som dommer. Endvidere gælder det for minimum to af de andre medlemmer af komitéen, at disse har dybdegående kendskab til og erfaring med værdipapirmarkedet som helhed (Nasdaq , 2020i).

Som det blev beskrevet ovenfor, udgøres Disciplinærkomitéen vedrørende First North i Sverige på nuværende tidspunkt af 11 medlemmer. Årsagen til at antallet af medlemmer er mere end dobbelt så stort, som det krævede antal medlemmer på fem, forklares med, at Komitéen ved denne sammensætning har kompetencerne til at kunne varetage enhver mulig problemstilling, og derudover på alle mulige måder undgår potentielle interessekonflikter. Disciplinærkomitéen i Sverige udgøres på nuværende tidspunkt af medlemmer, som enten varetager eller har varetaget følgende stillinger (Nasdaq , 2020i):

- Formanden er tidligere højesteretsdommer.
- Viceformanden er højesteretsdommer.
- 3 medlemmer er firmadirektører.
- 2 medlemmer er advokater.
- 2 medlemmer har en MBA, Master of Business Administration.
- 1 medlem er autoriseret revisor.
- 1 medlem er tidligere autoriseret revisor.

Som det fremgår ovenfor, favner First Norths Disciplinærkomité i Sverige bredt hvad angår fagområde og ekspertise. Dette bidrager til, at komitéen har gode forudsætninger for at håndtere enhver mulig problemstilling. Komitéen indeholder blandt andet medlemmer med erfaring som højesteretsdommer, samt advokater og revisorer, som i høj grad bidrager til at afdække juridiske og eventuelt regnskabsmæssige problemstillinger. Derudover besidder komitéen også en række medlemmer, som har erhvervsmæssig og/eller kompetencer i relation til ledelsesbegrebet. Ydermere er det alt andet lige gavnligt for Komitéens integritet, og dermed kvaliteten af arbejdsudførelsen, at alle

medlemmerne heraf er uafhængige af operatøren og dennes ejere, og at disse derved ikke indgår i et ansættelsesforhold i Nasdaq-koncernen.

Disciplinærkomitéen i Sverige har som sin fornemmeste opgave at sikre at den pågældende aktør bliver hørt inden der indledes en disciplinærsag rettet mod denne (Nasdaq , 2020i). Som det blev beskrevet tidligere i afhandlingen, har Disciplinærkomitéen vedrørende First North i Danmark primært til opgave at træffe en afgørelse vedrørende en aktørs overtrædelse af regelsættet. Dette sker overvejende med udgangspunkt i overvågningsafdelingens foretagende undersøgelser. I forlængelse heraf er det i overvejende grad den enkelte aktør og ikke Disciplinærkomitéen, som skal give anledning til gennemførelse af en direkte kontakt mellem disse parter. Det er dermed overvågningsafdelingen, som har den primære kontakt til aktører på First North i forbindelse med disciplinærsager. I Sverige drager Disciplinærkomitéen i mindre grad nytte af overvågningsafdelingens arbejde, og danner i stedet i højere grad egne erfaringer vedrørende en given aktør. På en sådan måde opnås der i højere grad en berettiget tillid til overvågningsafdelingens udførte arbejde hvorved, at man i højere grad sikrer, at der ikke udstedes sanktioner på et misledende eller forfejlet grundlag.

Alle de midler som tilflyder operatøren af First North i Sverige fra bøder mv., investeres i en forskningsfond. Denne forskningsfond er iværksat af operatøren af First North i Sverige, med det formål at fremme den videnskabelige forskning, herunder også andre initiativer vedrørende det svenske værdipapirmarked som helhed (Nasdaq , 2020i). Dette er en indikation om, at man i Sverige ikke ser sig tilfreds med værdipapirmarkedets nuværende situation. I stedet sigter man mod konstant optimering af værdipapirmarkedet, hvilket alt andet lige vil øge kvaliteten heraf på sigt. I Danmark er der ikke information omkring, at et lignende initiativ er iværksat af operatøren af First North. Dette betyder ikke, at operatøren af First North i Danmark ikke sigter mod konstant optimering af værdipapirmarkedet som helhed, herunder af First North. Dog vil et uafhængigt og objektivt initiativ som udelukkende forsker og undersøger forbedringer af værdipapirmarkedet, have større indflydelse på netop dette. Endvidere bidrager forskningsfonden, og i den forbindelse bødestrukturen, til at beløb fra bøder ikke indgår, som en del af operatørens forretning. Dette betyder dermed, at operatøren intet incitament har til at der uddeles bøder, medmindre dette er særligt nødvendigt. I forbindelse hermed kan man dog argumentere for, at der i forvejen ikke eksisterer et egentligt incitament til at udstede bøder eftersom, at dette er et udtryk for ikke-kvalificerede udsteders notering på markedspladsen, hvilket ikke er gavnligt for den offentlige tillid hertil.

4.1.5.2. Spotlight

Selve disciplinærprocessen på Spotlight minder i høj grad om hvorledes det forholder sig på First North i Danmark. Dog adskiller denne proces sig en smule ved, at Disciplinærkomitéen i mindre grad bygger afgørelsen på overvågningsafdelingens arbejde eftersom, at Komitéen i høj grad selv har mulighed for at undersøge sagens forhold. Dette kommer blandt andet til udtryk ved, at både den enkelte udsteder, og Disciplinærkomitéen kan kræve at der foretages en mundtlig høring af udstederen vedrørende sagens forhold (Spotlight , 2019, s. 51). Som det var tilfældet vedrørende First North i Sverige, bidrager dette i højere grad til opnåelsen af en berettiget tillid til overvågningsafdelingens udførte arbejde, hvilket betyder at der som udgangspunkt forekommer mindre sandsynlighed for at der udstedes fejlagtige sanktioner.

Spotlight anvender i vid udstrækning beløb fra bøder på samme vis, som tilfældet er vedrørende First North i Sverige. Markedspladsen har nemlig forpligtet sig til at anvende bøder til at fremme gode etiske standarder og forsvarlig praksis på værdipapirområdet (Spotlight , 2019, s. 51).

Endvidere adskiller selve Disciplinærkomitéen på Spotlight sig væsentligt fra denne på First North i Danmark. Denne adskillelse kommer dog ikke til udtryk i antallet af komitémedlemmer eftersom, at Disciplinærkomitéens vedrørende Spotlight udgøres af én formand, og mindst to til fire andre medlemmer. Dog forekommer der væsentlig adskillelse vedrørende kravene til komitémedlemmerne. Alle medlemmerne af Disciplinærkomitéen vedrørende Spotlight skal være uafhængige og velegnet til hvervet som medlem heraf. Dette omfatter endvidere at personer i Komitéen under ingen omstændigheder må være personer som er ansat i eller arbejder under et langsigtet engagement tilknyttet operatøren af markedspladsen, en virksomhed med større ejerskab i operatøren, eller en virksomhed som ejes af samme ejergruppe som operatøren (Spotlight , 2019, s. 51). Kravet om uafhængighed bidrager i høj grad til at fremme Komitéens integritet, hvilket som udgangspunkt er gavnligt for kvaliteten af arbejdsudførelsen, og resultaterne som udspringer heraf. I praksis betyder dette krav endvidere at ingen af medlemmerne i Disciplinærkomitéen vedrørende First North i Danmark ville være egnede til varetagelsen af hvervet som komitémedlem på Spotlight, hvilket er ret tankevækkende. I forbindelse hermed bør der stilles spørgsmålstejn ved om Disciplinærkomitéen vedrørende First North i Danmark er sammensat på en måde som er hensigtsmæssig under hensyntagen til den offentlige tillid til markedspladsen. Dette behandles nærmere i et senere kapitel i afhandlingen.

4.1.6. Delkonklusion

Det interne tilsyn er afgørende for opretholdelsen af kvalificerede udstedere på markedspladsen, og dermed for den offentlige tillid hertil. Dette skyldes at tilsynet og kontrollen med aktørerne er essentiel for operatørens mulighed for at foretage en retvisende og tilstrækkelig vurdering af aktørens overholdelse af regelsættet. Hvis en given aktør ikke overholder sine forpligtelser i henhold til regelsættet, og såfremt dette vurderes at være en grov overtrædelse, er det Disciplinærkomitéen som foretager en beslutning omkring hvilken sanktion eller straf som skal udstedes. Dette er et essentielt redskab for at ændre på aktørernes adfærd, og for at skabe incitament til at regelsættet skal overholdes.

Anvendelsen og funktionen af ovenstående er afgørende forudsætninger for opretholdelsen af den offentlige tillid til First North. Dog gælder der som udgangspunkt andre forudsætninger i Sverige, som i endnu højere grad har fokus på uafhængighed og integritet relateret til den interne sanktionsmyndighed. I Sverige er det blandt andet en afgørende forudsætning for en Disciplinærkomité's funktion, at denne, herunder medlemmerne i Komitéen, er helt og aldeles uafhængige af operatøren. Endvidere er det vurderet væsentligt for en disciplinærkomité's funktion og troværdighed hertil, at bøder ikke indgår i operatørens forretningsgrundlag. Det er således i højere grad i Sverige en afgørende forudsætning for en hensigtsmæssig funktion af en disciplinærkomité, at forholdene som kan relateres hertil, ikke på nogen måde kan give anledning til spørgsmål omkring sanktionernes og beslutningernes retmæssighed og integritet. I forbindelse hermed bør der stilles spørgsmålstejn ved Disciplinærkomitéens indretning og rolle i Danmark. Dette behandles i et senere kapitel i afhandlingen.

4.2. Eksternt tilsyn

I følgende afsnit behandles det eksterne tilsyn med First North, som i overvejende grad udføres af Finanstilsynet. Dog indgår Erhvervsministeren og Erhvervsstyrelsen også i det eksterne tilsyn hvorved, at disse parter ligeledes indgår i afsnittet.

4.2.1. Finanstilsynet

Finanstilsynet er den mest centrale myndighed inden for kapitalmarkedsområdet. Finanstilsynet har til opgave at føre tilsyn, fastsætte regler og rådgive Erhvervsministeren ved udarbejdelse af lovforslag (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 223).

Finanstilsynet er som tilsynsvirksomhed¹⁷ uafhængig af det politiske system. Det er i dag Finanstilsynets direktion, som er ansvarlige for tilrettelæggelsen af tilsynsvirksomheden (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 223). Den politiske uafhængighed bevirker, at tilsynet med kapitalmarkedet ikke bliver påvirket af politiske orienteringer, hvilket styrker validiteten af tilsynets objektivitet. Finanstilsynet kan fastsætte regler og har desuden indvirkning på udarbejdelsen af reguleringer, hvilket i høj grad sikrer, at disse vedtages under hensyn til kapitalmarkedets ordentlige funktion, herunder til MHF'er.

Finanstilsynets uafhængige tilsyn hænger i høj grad sammen med rationalet i MiFID II præambelbetragtning nr. 123, hvor det fremgår, at de udpegede kompetente myndigheder skal være offentlige myndigheder. Dette betyder, at myndighedernes uafhængighed da sikres imod økonomiske incitamenter, samt eventuelle interessekonflikter.

4.2.1.1. Tilsynsvirksomhed

I forhold til tilsyns-, kontrols- og offentliggørelsesregler er Finanstilsynet underlagt reguleringer i KAPML. I dette afsnit belyses de væsentligste reguleringer, der har indvirkning på Finanstilsynets tilsyn med Nasdaq Copenhagen A/S.

Finanstilsynet har til opgave at kontrollere overholdelsen af størstedelen af reguleringerne i KAPML jf. KAPML § 211. Bestemmelsen i KAPML § 211 giver Finanstilsynet hjemmel til at udføre reaktioner ved overtrædelse af lovgivningen (Henrik Kure, 2020, s. Notat 993).

Tilsynet med overholdelsen af KAPML bidrager til at give Finanstilsynet en berettiget tillid til, at selskaberne underlagt Finanstilsynets tilsyn efterlever relevante bestemmelser. Finanstilsynet skal i forbindelse med sit tilsyn blandt andet føre tilsyn med markedspladsers overholdelse af relevante bestemmelser, herunder First North, jf. KAPML § 212. Finanstilsynet bærer derfor en helt central rolle for opretholdelsen af den offentlige tillid til First North idet, at de blandt andet påser overholdelse af de reguleringer, som Nasdaq Copenhagen A/S er underlagt i forbindelse med driften af First North.

¹⁷ Finanstilsynets virksomhed kan opdeles i tre hovedområder: tilsynsvirksomhed, lovgivningsarbejde og information (Finanstilsynet, 2015)

Finanstilsynet fører et risikobaseret tilsyn. Et Risikobaseret tilsyn indebærer blandt andet, at Finanstilsynet lægger øget vægt på tilsyn af de virksomheder og områder, hvor konsekvenserne af en potentiel lovovertrædelse er størst (Henrik Kure, 2020, s. Notat 1008).

4.2.1.2. Reaktions- og sanktionsmuligheder

Reaktionsmuligheder

Finanstilsynet har, som tidligere nævnt, forskellige reaktionsmuligheder vedrørende overtrædelse af bestemmelserne i KAPML, som er afhængigt af overtrædelsens omfang og seriøsitet. Ved udførelsen af tilsyn kan Finanstilsynet yde vejledning, påtale overtrædelser og påbyde at fejl skal rettes eller ophøre. Finanstilsynet kan endvidere påbyde ændring af forhold jf. KAPML § 213, stk. 5, nr. 1-4.

Når Finanstilsynet konstaterer, at en virksomhed udøver en lovstridig adfærd eller undlader at handle, hvor en handling er påkrævet, da vil Finanstilsynet udstede et påbud og derved påbyde bestemt handling eller adfærd fremadrettet (Finanstilsynet, 2020b). Finanstilsynets påbud er en måde at fastholde tilliden til, at Nasdaq Copenhagen A/S efterlever en adfærdsændring eller retter op på manglende overholdelse af relevante bestemmelser fremadrettet. Et påbud kan ligeledes være et orienteringsværktøj for Finanstilsynets fremtidige indsatsområder hvorved, at tilsynet kan intensiveres til at påse efterlevelsen af tidligere fremsendte påbud.

Konstaterer Finanstilsynet derimod, at en given aktør i et historisk perspektiv har overtrådt lovgivningen, da tildeles denne aktør en påtale. En påtale gives blandt andet i forbindelse med midlertidige lovovertrædelser, som er afsluttet før Finanstilsynets konstatering heraf, eller hvor virksomheden selv har rettet op på forholdet (Finanstilsynet, 2020c). Såfremt en påtale tildeles Nasdaq Copenhagen A/S, skal dette ses som en løftet pegefinger. Finanstilsynet viser overfor Nasdaq Copenhagen A/S, at de fremadrettet forventer, at dette ikke finder sted igen. En påtale giver da øget incitament til Nasdaq Copenhagen A/S om selv at forhindre en gentagelse af de forhenværende lovovertrædelser. En påtale kan ligeledes ses som et orienteringsværktøj for Finanstilsynets fremtidige indsatsområder.

Suspension og sletning

Finanstilsynet har også visse sanktionsmuligheder relateret til udstederne på markedspladsen eftersom, at værdipapirer kan kræves suspenderet eller slettet fra markedspladsen jf. KAPML § 218, stk. 1, nr. 1 og 2.

Det er et vigtigt redskab i relation til opretholdelsen af den offentlige tillid til First North, at Finanstilsynet har reaktions- og sanktionsmuligheder. Reaktionsmulighederne er i høj

grad med til at oplyse Nasdaq Copenhagen A/S om forhold, som er i strid med lovgivningen således, at der kan rettes op herpå. Reaktionsmulighederne kan derved anses, som en hjælpende hånd til Nasdaq Copenhagen A/S, om at opfylde deres forpligtelser som en kvalificeret operatør.

Sanktionsmulighederne skal derimod give Nasdaq Copenhagen A/S, og udstedere incitament til at overholde lovgivningen, idet Finanstilsynet eksempelvis kan kræve suspensioner og sletninger af finansielle instrumenter.

Straf, bødeforelæg og tvangsbøde

En lang række bestemmelser i KAPML er gjort strafbare. KAPML § 247 indeholder en liste over alle de bestemmelser, som er straffelagte med bøde.

Finanstilsynet kan udstede bødeforlæg, hvilket indebærer at sager kan afgøres uden en retssag. Bødeforlægget indebærer dog, at den mistænkte erklærer sig skyldig i overtrædelsen og dermed betaler bøden indenfor tidsfristen. Dette er naturligvis kun anvendeligt i tilfælde, hvor en retssag ikke ville medføre højere straf, end bødeforlægget jf. § 257. Bødeforlæg kan potentiel skabe incitament for Nasdaq Copenhagen A/S til at afgive en uretmæssig skyldserklæring, for derved at undgå ressourcspild på en retssag. Omvendt skaber bødeforlægget også respekt omkring Finanstilsynet, da det skaber et yderligere incitament til overholdelsen af de relevante bestemmelser i KAPML. Bøder skal være tilstrækkeligt store til at opveje de fordele, der kan forventes opnået ved en overtrædelse af lovgivningen. Bøder skal derved virke afskrækkende for selv større institutter og deres ledelse jf. MiFID II præambelbetragtning nr. 142. Præambelen understreger dermed, at Finanstilsynets bødeforlæg skal tilpasses tilstrækkeligt til at Nasdaq Copenhagen A/S føler bøden, som en reel straf.

Finanstilsynet har beføjelse til at udstede tvangsbøder. Tvangsbøder er ikke en straf i retslig forstand, med derimod et redskab. Tvangsbøder skal give virksomheder incitament til at opfylde Finanstilsynets intentioner og hensigter. Finanstilsynet har derved mulighed for at gennemtvinge en bestemt adfærd (Werlauff E. , Tilsyn, sanktioner og klage, 2020, s. Slide 14).

Tvangsbøder er et godt redskab til at styrke tilliden til Nasdaq Copenhagen A/S og First North, idet tvangsbøder har til hensigt at gennemtvinge og skabe incitament til efterlevelse af loven og Finanstilsynets reaktioner.

4.2.1.3. Offentliggørelse af afgørelser

En ikke helt uvæsentlig følge af Finanstilsynets reaktioner og sanktioner, er kravet om offentliggørelsen heraf. KAPML § 234, stk. 1, nr. 1-4 foreskriver at Finanstilsynet skal offentliggøre en påtale, et påbud, bødeforlæg mv. I rationalet bag bestemmelsen fremgår det af MiFID II præambelbetragtning nr. 146, at afgørelser fra de kompetente myndigheder i højere grad har en afskrækkende virkning, når disse offentliggøres. Offentliggørelsen kan i sig selv udgøre en større straf for Nasdaq Copenhagen A/S og udstedere noteret herpå end selve reaktionen og sanktionen. Dette betyder, at den enkelte aktør i højere grad har incitament til at overholde lovgivningen, hvilket er gavnligt for den offentlige tillid til markedspladsen som helhed.

4.2.1.4. Beføjelser som tilsynsmyndighed

For at kunne forhindre potentielle overtrædelser bør den kompetente myndighed, herunder Finanstilsynet, have nødvendige undersøgelsesbeføjelser jf. MiFID II præambelbetragtning nr. 147. Finanstilsynet kan kræve udlevering af alle oplysninger, dokumenter samt enhver anden data, som Finanstilsynet finder nødvendigt vedrørende tilsynet af en given aktørs efterlevelse af lovgivningen, som Finanstilsynet påser overholdelse af jf. KAPML § 214, stk. 1. Finanstilsynet kan ligeledes kræve, at revisorer for operatøren af en markedsplads eller udstedere noteret herpå, skal fremlægge alle de krævede oplysninger, som Finanstilsynets skønner nødvendige for deres tilsyn jf. KAPML § 214, stk. 2.

Finanstilsynet er derved ikke begrænset i sit tilsyn af First North idet, at de har ret til alle oplysninger, som skønnes nødvendige for tilsynet og undersøgelsen af en given aktørs overholdelse af de bestemmelser, som Finanstilsynet påser overholdelse af. Dette afdækker i høj grad risiciene forbundet med aktørerne på markedspladsen eftersom, at Finanstilsynet på baggrund heraf, i højere grad er i stand til at foretage en retvisende vurdering af aktøren.

Finanstilsynet kan uden retskendelse foretage inspektion på aktørens forretningssted jf. KAPML § 215, stk. 1-2. Forretningssted skal i denne sammenhæng forstås som både hovedsæde, filialer og andre steder relateret til aktørens forretning (Henrik Kure, 2020, s. Notat 1029). Nedenfor forekommer en redegørelse af inspektioner foretaget af Finanstilsynet vedrørende Nasdaq Copenhagen A/S.

Inspektioner af Nasdaq Copenhagen A/S 2015

Finanstilsynet gennemførte i september og oktober 2015 en inspektion af Nasdaq Copenhagen A/S. Der var under den pågældende inspektion tale om en temaundersøgelse af Nasdaq Copenhagen A/S' håndtering af cyberrisici. Finanstilsynet fandt blandt andet under inspektionen, frem til at Nasdaq Copenhagen A/S havde behov for øget fokus på den overordnede ledelse og styring, der håndterer IT-sikkerhed (Finanstilsynet, 2016b).

I forbindelse med inspektionen fik Nasdaq Copenhagen A/S påbud vedrørende forhold relateret til ovenstående. Påbuddet vedrørte konkrete krav, som Finanstilsynet vurderede skulle ændres vedrørende operatøren af First North (Finanstilsynet, 2016b).

Derudover gav inspektionen Nasdaq Copenhagen A/S information vedrørende nogle forhold, som potentielt kunne udgøre en reel risiko mod operatøren og driften af markedspladsen (Finanstilsynet, 2016b).

Ovenstående inspektion giver et indblik i, hvorledes Finanstilsynets inspektioner fungerer, samt hvorledes deres reaktioner anvendes i praksis.

Inspektioner af Nasdaq Copenhagen A/S 2018

Finanstilsynet gennemførte også i oktober og november 2018 en inspektion i Nasdaq Copenhagen A/S. Under denne inspektion blev der fortaget et risikobaseret tilsyn med ledelsens arbejde, compliancefunktionen¹⁸ og IT-sikkerhedsstyring. Denne inspektion gav dog ikke anledning til bemærkninger, og medførte derfor ingen tilsynsmæssige reaktioner fra Finanstilsynet (Finanstilsynet, 2019a).

Inspektioner er et væsentligt redskab i forbindelse med Finanstilsynets tilsyn af operatørens overholdelse af regelsættet. Derudover fremgår det, at inspektioner ligeledes fungerer som et guidance-værktøj for operatøren eftersom, at der på baggrund heraf forekommer tydeligere retningslinjer for hvorledes operatøren fremadrettet bør indrettes og drive markedspladsen. Dette bidrager i høj grad til opretholdelsen af operatørens kvalitet, og dermed dennes mulighed for at sikre en hensigtsmæssig og betryggende drift af markedspladsen.

4.2.2. Erhvervsstyrelsen

Regnskabskontrollen vedrørende udstedere på First North varetages af Erhvervsstyrelsen jf. KAPML § 213, stk. 8. Erhvervsstyrelsens regnskabskontrol er inddelt i to faser. Første fase kontrollerer indberetninger af årsrapporter. Denne kontrol omfatter alle de indberettede årsrapporter aflagt efter ÅRL samt i et vist omfang alle årsrapporter, der er aflagt efter de internationale regnskabsstandarder, IFRS. Første fase af kontrollen

¹⁸ En compliance-funktion skal sikre efterlevelse af lovgivning og ansvarlig for identificering, vurdering, rådgivning, kontrol og rapportering om compliance-risici (PWC Danmark, 2019).

fortages gennem en række digitale modtagelseskontroller, og kontrollerer efter fejl og stærke indikatorer på fejl, som potentielt optræder i de indberettede årsrapporter.

Anden fase fortages manuelt af sagsbehandlere hos Erhvervsstyrelsen. Sagsbehandlerne udtager i anden fase et antal af de offentliggjorte årsrapporter til nærmere manuel kontrol. Denne kontrol foretages som udgangspunkt ud fra et risikobaseret grundlag eller temabaserede indsatser (Erhvervsstyrelsen , 2020).

Erhvervsstyrelsens regnskabskontrol bidrager i høj grad til at forbedre operatørens forudsætninger for, at foretage en retvisende vurdering af en given udsteders efterlevelse af regelsættet, herunder særligt i forbindelse med om denne efterlever sine økonomiske og finansielle forpligtigelser. Regnskabskontrollen skal forhindre, at udstederne anvender fejlagtige regnskaber til uretmæssig adfærd eller svindel. Erhvervsstyrelsens regnskabskontrol er som udgangspunkt risikobaseret og fokuseret, og er baseret på en række forskellige og målrettede indsatsområder (Erhvervsstyrelsen , 2020).

Idet regnskabskontrollen er risikobaseret og fokuseret på forskellige målrettede indsatsområder, kan det potentielt give incitament til uretmæssig adfærd og svindel hos de udstedere, som ikke indgår i højrisikozonen eller, som er uden for Erhvervsstyrelsens nuværende indsatsområder. En ny form for svindel eller uretmæssig adfærd kan ligeledes skjules idet, at dette potentielt ikke indgår i den risikobaserede eller temabaserede regnskabskontrol. Omvendt er det dog væsentligt, at der føres øget kontrol med virksomheder, som er i højrisikozonen. Der kan således i højere grad opnås en berettiget tillid til, at den enkelte udsteder i højrisikozonen efterlever kravene.

Finanstilsynets og Erhvervsstyrelsens kontrol med udstedere på et reguleret marked er ligeledes risikobaseret, men skal ligeledes bære præg af en tilfældig udvælgelse ifølge ESMA's retningslinjer vedrørende regnskabskontrol (Erhvervsstyrelsen , 2020).

4.2.3. Parter og Klager

Enhver som Finanstilsynets afgørelse retter sig mod, har partsstatus jf. KAPML § 231, stk. 1. Dette betyder at Nasdaq Copenhagen A/S og personer relateret hertil, kan opnå partsstatus, hvis en afgørelse truffet af Finanstilsynet retter sig herimod.

I de kontrolsager hvor Erhvervsstyrelsen træder i Finanstilsynets sted, da gælder reglerne om partstatus tilsvarende for de parter, afgørelser fra Erhvervsstyrelsen rettes imod jf. § 231, stk. 3.

Parter kan jf. KAPML § 231 klage til Erhvervsankenævnet over afgørelser truffet af Finanstilsynet, eller over afgørelser som er truffet af Erhvervsstyrelsen i Finanstilsynets sted jf. KAPML § 232 stk.1 og 3. Ligeledes kan parter, der ønsker at klage over en afgørelse truffet af en operatør, klage til Finanstilsynet eller Erhvervsankenævnet.

Jf. KAPML § 233, stk. 2. kan Erhvervsankenævnets og Finanstilsynets afgørelser om klager vedrørende en operatør indbringes for domstolene.

Idet at involverede parter har mulighed for at klage over en afgørelse truffet af Finanstilsynet, Erhvervsankenævnet eller Nasdaq Copenhagen A/S styrkes retsfølelsen hos parterne. Mulighed for at få efterprøvet afgørelser giver Finanstilsynet, Erhvervsankenævnet og Nasdaq Copenhagen A/S incitament til at foretage retfærdige afgørelser, idet det ellers indbringes til domstolene. Dette fremgår ligeledes af MiFID II præambelbetragtning nr. 147, hvoraf det fremgår, at der skal forekomme en tilstrækkelig beskyttelse af en tiltalt, samt den tiltaltes ret til at forsvare sig, blive hørt, og til effektivt at kunne påklage ugunstige afgørelser til en domstol.

4.2.4. Delkonklusion

De eksterne tilsynsmyndigheder har gennem bestemmelserne tilstrækkelige muligheder for at føre tilsyn med Nasdaq Copenhagen A/S hvorved, at der kan opnås en berettiget tillid til First North. Denne berettigede tillid opnås blandt andet gennem kontrol af om Nasdaq Copenhagen A/S' drift af First North er tilstrækkelig, samt om der er en tilstrækkelig god infrastruktur forbundet med First North.

Kapitel 5: Analyse af spørgeskemainterviews

Indeværende kapitel indeholder en analyse af besvarelserne vedrørende forfatternes udarbejdede spørgeskemainterviews med aktører på MHF'er i Danmark og Sverige. Til undersøgelse af den offentlige tillid til First North indeholder spørgeskemainterviewet spørgsmål omhandlende valg af markedsplads, rådgiverens rolle og præstation, samt tilsynet. To forskellige typer spørgeskemainterviews blev udsendt til danske udstedere noteret i henholdsvis Danmark og Sverige, se bilag 2 og 3. Indholdet, herunder formålet med indholdet, er identisk vedrørende de to forskellige typer af spørgeskemainterviews, men er blot tilpasset efter udstederens noteringsland. Alt i alt blev spørgeskemainterviewet fremsendt til 20 udstedere på First North Copenhagen, 7 udstedere på First North Stockholm og 5 udstedere på Spotlight.

Af de udsendte spørgeskemainterviews sendte blot fire udstedere en besvarelse retur. Disse fire udstedere udgør i indeværende afsnit betegnelsen "respondenter". Tre ud af de fire respondenter er optaget til handel på First North Copenhagen, hvorimod den sidste respondent er noteret på Spotlight.

Claus Finderup Grove (CEO) og Jack Skov (CFO) fra Konsolidator A/S tillod anvendelsen af respondentens navn i afhandlingen, hvorved at besvarelsen forbundet hermed ikke er anonym. De resterende respondenter er imidlertid anonymiseret.

5.1. Meningskondensering

Spørgeskemaundersøgelsens efterbehandling blev foretaget efter meningskondenseringsmetoden. Denne behandling af spørgeskemaundersøgelsen har bidraget til opstilling af udsagn og begrundede antagelser, på baggrund af forfatternes fortolkning af respondenternes besvarelser. De fire besvarelser, se bilag 4, 5, 6 og 7, er baggrunden for indholdet i de efterfølgende afsnit.

5.1.1. Udstedere på First North

I indeværende afsnit behandles spørgeskemainterviewet vedrørende respondenterne, som er noteret på First North i Danmark.

De adspurgte respondenter vurderer, at de væsentligste årsager til notering på First North, er Nasdaq-brandet og markedsføringen som udstederen i forbindelse med noteringen på markedspladsen opnår. Notering på en MHF giver generelt selskaber mere opmærksomhed fra offentligheden. Dette skal derfor ikke udelukkende opfattes, som en

vej til kapitalfremskaffelse, men til dels også som et vigtigt markedsføringsredskab for selskaber.

Respondenterne vurderer endvidere, at noteringen på First North i vid udstrækning lever op til forventningerne, idet noteringen herpå blandt andet øger opmærksomheden omkring virksomhederne. Opmærksomheden øges nationalt, men også internationalt grundet Nasdaq-brandet, som knytter et kvalitetsstempel til virksomhederne. Endvidere begrundes valget af First North, fremfor eksempelvis First North Stockholm eller Spotlight ved en national kommunikation, hvilket findes tiltrækkende for særligt mindre danske selskaber. Ydermere vurderer respondenterne, at First North har opnået fremgang indenfor de senere år. Attraktiviteten af en national notering fremstår dermed i ligeså høj grad attraktiv for mindre selskaber, som en notering i Sverige.

Respondenterne opfatter operatøren af Nasdaq Copenhagen A/S, som værende meget professionel og dygtig, hvilket i et enkelt tilfælde underbygges med, at markedspladsen har opnået den rette balance mellem kravene til udstederne og den administrative byrde hertil. I forlængelse heraf opfattes det, at respondenterne vurderer, at First Norths infrastruktur fungerer upåklageligt, både i forhold til kommunikation og handel. Dette underbygges blandt andet med, at Nasdaq Copenhagen A/S allerede driver et reguleret marked, og i den sammenhæng anvender den samme platform vedrørende First North. First Norths infrastruktur vurderes desuden at skabe en seriøs og saglig kommunikation med investorerne.

Respondenterne er meget bevidste omkring, at First North har været udskældt for, at de har optaget virksomheder, som reelt ikke har været klar til notering på markedspladsen, hvilket har resulteret i, at markedspladsen har udviklet sig til en markedsplads for meget små selskaber. Noteringerne på markedspladsen afspejles generelt af nogle meget små selskaber, som endnu ikke har tjent penge hvorved, at der kan stilles spørgsmålstegn ved, om disse reelt er klar til at være noteret. Det er dog ikke alle respondenterne, som anser First Norths manglende vækst, som værende et negativt signal. En enkelt af respondenterne vurderer, at dette er positivt idet en notering derved ikke resulterer i en udvanding af ejerkredsen. Der er endvidere en forventning blandt respondenterne til at First North potentielt kan udvikle sig til en rigtig fornuftig markedsplads i fremtiden.

Der er uenighed omkring offentlighedens tillid til First North blandt respondenterne. På den ene side gives der udtryk for, at tilliden er blevet styrket gennem årene. På den anden side er der en opfattelse af, at tilliden til First North er lav, grundet noteringer af en række umodne og uklare selskaber, hvilket har medført skandaler. Endvidere gives der udtryk for, at tilliden stiger i takt med, at flere selskaber klare sig godt over en længere periode. I forhold til om tilliden er berettiget, giver respondenterne udtryk for,

at dette er tilfældet. Respondenterne har dog en forståelse for den manglende offentlige tillid, der igennem årene har været forbundet til markedspladsen.

Det er respondenternes opfattelse, at Nasdaq Copenhagen A/S burde arbejde mere på at forbedre vilkårene på First North, herunder et ønske om indføring af regler, som i dag er forbeholdt det regulerede marked. Respondenterne gør dog opmærksom på, at Nasdaq Copenhagen A/S er opmærksomme på disse ønsker og i den forbindelse altid er åbne for dialog omkring forbedringer.

Respondenterne vurderer, at disse havde daglig kontakt med rådgiverne op til noteringen på First North. Efter notering er kontakten dog begrænset til sparring i forbindelse med selskabsmeddelelser, rådgivning af børsspørgsmål, samt deltagelse i udstedernes bestyrelsesmøder. I forlængelse heraf gives der udtryk for, at kravet om en tilknyttet rådgiver ikke er nødvendig for alle virksomheder.

I forhold til Nasdaq Copenhagen A/S tilsyn med udstederne, er der bred enighed blandt respondenterne omkring, at der føres tilsyn hele tiden. Udstederne ser dog i høj grad Nasdaq Copenhagen A/S, som en samarbejdspartner, frem for en tilsynsfører. Det er dog respondenternes opfattelse, at kommunikationen med Nasdaq Copenhagen A/S er envejs idet, at der udelukkende kan kommunikeres med Nasdaq Copenhagen A/S på eget initiativ. Nasdaq Copenhagen A/S afholder dog kurser, hvorved eventuelle tvivsspørgsmål da besvares.

Udstedernes opfattelse af tilsynet er en anelse tvetydigt. Respondenternes besvarelser lægger både op til, at der generelt føres et god tilsyn, men at dette kunne forbedres. I forhold til det eksterne tilsyn, gives der udtryk for, at respondenterne ikke bemærker Finanstilsynets kontrol, på trods af betaling af årlige gebyrer hertil.

5.1.2. Udstedere på Spotlight

Den udspurgte danske udsteder på Spotlight giver udtryk for, at Spotlight er et rigtig godt alternativ til øvrige kapitalveje, idet noteringen sikrer mod udvanding af ejerkredsen. Det er derfor udstederens opfattelse, at noteringen på Spotlight i høj grad lever op til forventningerne. Spotlight sikrer en nem og effektiv notering, samt administration i den forbindelse. Der gives endvidere udtryk for, at de øvrige selskaber, som er noteret på Spotlight, overordnet set er af høj kvalitet. Det er dog udstederens opfattelse, at der findes "brodne kar" på alle markedspladser.

Operatøren bag Spotlight gør det, efter den adspurgte udsteders opfattelse, rigtig godt. Det er endvidere udstederens ønske, at vi får et tilsvarende simplificeret system i Danmark. Udstederen giver udtryk for, at de havde overvejet en notering i Danmark, forud for deres notering på Spotlight i Sverige. Beslutningen endte dog på Spotlight grundet

en vurdering om bedre adgang til investorer, end hvad First North på daværende tidspunkt kunne tilbyde.

Det er udstederens opfattelse, at den svenske kultur i højere grad er fordelagtig for MHF'er, sammenlignet med Danmark. Den danske kultur har i højere grad fokus på det regulerede marked og særligt C20-indekset.

Under noteringsprocessen var der ugentlig kontakt med rådgiveren og der er, efter udstederens opfattelse, en god balance mellem pris, kvalitet og effektivitet på rådgivningen i Sverige.

Tilliden til First North Copenhagen er, efter udstederens opfattelse, lav. Den lave tillid vurderes at være forårsaget af dårlig rådgivning, hvilket har resulteret i, at selskaber bliver noteret til en alt for høj kurs. I forlængelse heraf er det udstederens opfattelse, at tilliden til First North kan styrkes, hvis First North i højere grad optager selskaber med den fornødne kvalitet, og desuden noterer disse til realistiske kurser.

Ydermere er det udstederens opfattelse, at Spotlight til enhver tid fører tilsyn med optagede selskaber på markedspladsen. Udstederen tager dog ikke stilling til, om tilsynet er tilstrækkeligt. Den svenske pendant til Finanstillsynet, Finansinspektionen, gør det, efter udstederens opfattelse, ligeledes godt. I forlængelse heraf, vurderes det også, at Finansinspektionen er meget hjælpsomme.

Udstederen giver udtryk for, at noteringen på Spotlight helt klart var det rigtige valg for dem. De begrundes denne konstatering med, at de i Sverige er 10 år foran Danmark, indenfor kapitalmarkedsområdet, hvilket blandt andet begrundes i lavere beskatning.

5.2. Kritik af spørgeskemaundersøgelse

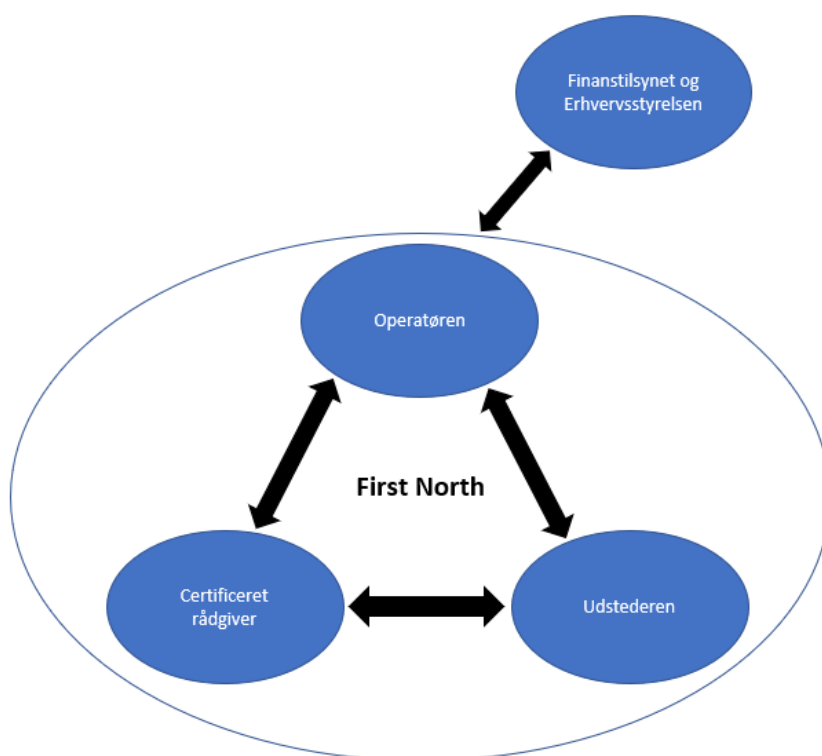
Det har ikke været muligt at indhente besvarelser fra danske udstedere, som er noteret på First North Stockholm. Disse besvarelser havde været interessante, blandt andet i forhold til en undersøgelse af udstedernes overvejelser bag valget af markedsplads, samt til en undersøgelse af, om tilliden til First North Copenhagen var udslagsgivende i den forbindelse.

Den lave svarfrekvens kan potentielt skyldes den højaktuelle corona-krise, hvilket har haft stor indvirkning på det danske samfund, parallelt med udarbejdelsen af indeværende afhandling. Den lave svarfrekvens påvirker analysen af spørgeskemainterviewundersøgelsen, idet den potentielt har medført uhensigtsmæssige generaliseringer, hvilket giver undersøgelsen en lav reliabilitet. Spørgeskemaundersøgelsen er dog medtaget eftersom, at validiteten heraf vurderes at være høj, som følge af at respondenternes besvarelse er udarbejdet af kvalificerede og kompetente personer. Dette kommer blandt

andet til udtryk ved, at respondenternes besvarelser i vid udstrækning er foretaget af ledelsesmedlemmer.

Kapitel 6: Infrastruktur

Infrastrukturen, skildret på figur 7, har til formål at forhindre optagelsen og tilstedeværelsen af ikke-kvalificerede udstedere på First North, under hensyntagen til opretholdelsen af den offentlige tillid til markedspladsen. I forbindelse hermed er det relevant at analysere aktørernes rolle og forpligtelser, herunder operatøren, udstederen, rådgiveren og tilsynsmyndighederne, i relation til hinanden. Denne infrastruktur er udarbejdet på baggrund af de tidligere kapitler i afhandlingen.



Figur 7:Infrastrukturen vedrørende First North. Kilde: Egen tilvirkning.

Nasdaq Copenhagen A/S er underlagt en række reguleringer, der skal overholdes, før end Nasdaq Copenhagen A/S kan anses, som værende en kvalificeret operatør af First North. I forbindelse hermed har Finanstilsynet en påvirkning på de reguleringer, som Nasdaq Copenhagen A/S og markedspladsen som helhed er underlagt, hvilket er skildret på figur 7.

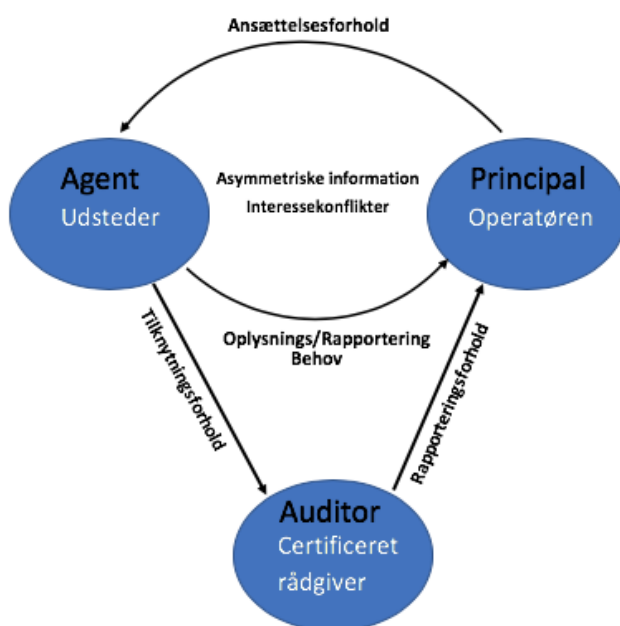
Finanstilsynet vejleder blandt andet Erhvervsministeren om udarbejdelsen af potentielle lovforslag, som vil være hensigtsmæssige at indføre. Denne vejledning kan blandt andet være i forbindelse med lovforslag, der sikrer en mere hensigtsmæssig drift af First North, eller bedre forudsætninger for Finanstilsynets tilsyn med First North. Finanstilsynet kan derfor ved konstatering af adfærd eller uhensigtsmæssige forhold i forbindelse med First

North, som på nuværende tidspunkt ikke er reguleret tilstrækkeligt, vejlede Erhvervsministeren om indførelser eller ændringer gennem lovforslag for derved at imødekomme disse forhold. Den offentlige tillid til First North kan da potentielt styrkes herigennem, idet ændringer af reguleringer, potentielt kan medføre forbedrede betingelser i vurderingen af om den enkelte udsteder er kvalificeret eller ej.

Reguleringerne vedrørende operatøren omfatter, blandt andet at Nasdaq Copenhagen A/S har oplysningsforpligtelser omkring driften af First North, samt indberetningspligt om brud på regler, samt gennemførte suspensioner og sletninger til Finanstilsynet. Bestemmelsen sikrer, blandt andet at Finanstilsynet kan gribe ind i tilfælde af, at First Norths drift ikke er hensigtsmæssig, hvilket er til gavn for den offentlige tillid til markedspladsen. I det tilfælde, Nasdaq Copenhagen A/S ikke formår at leve op til sine oplysningsforpligtelser, da vil der i mindre grad forekomme tilstrækkelig gennemsigtighed af First North hos Finanstilsynet, hvorved de i mindre grad kan opnå en berettiget tillid hertil.

Reguleringerne indbefatter ligeledes, at Nasdaq Copenhagen A/S er underlagt en række organisatoriske krav, herunder blandt andet kravet om at udforme regelsæt og procedurer for udstederne på First North. Disse regler skal fremstå klare og gennemsikrelige, således de sikrer optagelsen og tilstedeværelsen af kvalificerede udstedere på First North. First Norths registrering som et SMV vækstmarked kan ses, som en overbygning til de organisatoriske krav der er til operatøren af MHF'er generelt. Dette betyder blandt andet, at Nasdaq Copenhagen A/S ligeledes i sit regelsæt vedrørende udstedere på First North, skal forholde sig til bestemmelserne herom ved udarbejdelsen af regelsættet. Denne overbygning af de organisatoriske krav til Nasdaq Copenhagen A/S drift af First North, kan den offentlige tillid til markedspladsen som helhed. Nasdaq Copenhagen A/S opnår gennem overholdelse af registreringens medfølgende krav i højere grad en øget kontrol af optagelsen og tilstedeværelsen af kvalificerede udstedere på First North.

First Norths regelsæt er et udtryk for de krav der stilles til udstederne samt certificerede rådgivere. I den forbindelse har vi skildret agent-principal-forholdet mellem udstederen og operatørens og herunder rådgivernes rolle i relation til disse aktører, se figur 8.



Figur 8: Relationen mellem udsteder, operatør og rådgiver. Kilde: Egen tilvirkning – ud fra teorien i metodeafsnittet.

Der foreligger ikke et direkte ansættelsesforhold mellem operatøren og principalen, men eftersom at operatøren er afhængige af udstedere og disses optagelse på markedspladsen, og udstederen omvendt af afhængige af operatøren og markedspladsens funktion, kan der argumenteres for, at der foreligger en gensidig forpligtelse mellem henholdsvis udstederen og operatøren.

Udstederen, som jf. figur 8 er agenten, er underlagt en række forpligtelser af operatøren. I henhold til markedspladsens kvalitet og den offentlige tillid hertil, er det afgørende at den enkelte udsteder imødekommer disse krav. Dette har udstederen naturligvis selv en forpligtelse til, men eftersom at det er utilstrækkeligt under hensyntagen til den offentlige tillid til markedspladsen, at der foreligger et blindt tillidsforhold mellem operatøren og udstederen, er operatøren nødsaget til at føre tilsyn og kontrol med udstederens overholdelse af regelsættet, hvorved at der foreligger et reelt informationsbehov fra udstederen til operatøren. Som hjælp hertil har operatøren i regelsættet gjort det til et krav, at en udsteder skal have tilknyttet en certificeret rådgiver, som jf. figur 8 er auditor. Rådgiveren er i vid udstrækning operatørens talerør og spion i relation til udstederen både vedrørende optagelsesprocessen og i al tid herefter hvor udstederen er noteret på First North. Der kan indtræde interessekonflikter og asymmetrisk information mellem en udsteder og en operatør, eksempelvis i forbindelse med at udstederen i høj grad prioriterer sin egen forretning, og dermed i mindre grad hensynet til markedspladsen som helhed. For at afdække risikoen for, at der på baggrund heraf tilflyder operatøren information som ikke er retvisende, har den certificerede rådgiver i høj grad til

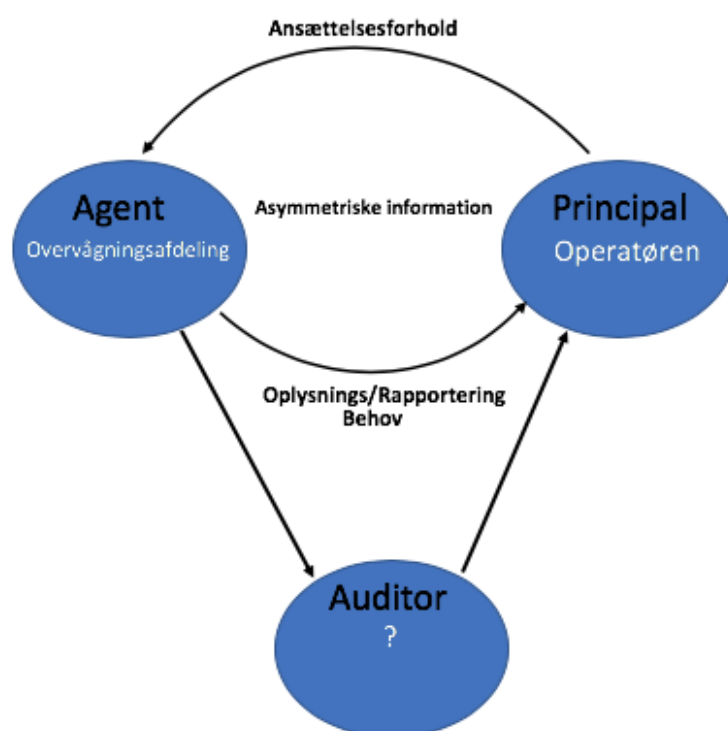
opgave at verificere udstederens overholdelse med regelsættet, og efterfølgende underrette operatøren herom. Således kan der i højere grad foretages en retvisende vurdering af om udstederen er kvalificeret eller ej. I forbindelse med at operatøren skal kunne stole på den information, som tilflyder operatøren fra rådgiveren, er det en forudsætning at rådgiveren er tilstrækkeligt kvalificeret. For opnå dette, har operatøren i regelsættet implementeret krav, som omfatter rådgiveren. I forbindelse hermed er det heller ikke gavnligt for den offentlige tillid til markedspladsen, hvis der foreligger et blindt tillidsforhold mellem operatøren og rådgiveren. Som følge heraf fører operatøren dermed ligeledes tilsyn og kontrol med rådgiverens overholdelse af kravene relateret hertil jf. First Norths regelsæt.

Ovenstående har alt sammen til formål at opretholde den offentlige tillid til markedspladsen. I forbindelse hermed, forekommer der dog udfordringer, som betyder at infrastrukturen ikke i tilstrækkelig grad afdækker risikoen for at ikke-kvalificerede udstedere optages til handel på markedspladsen.

Nasdaq Copenhagen A/S skal indrettes således, at de kan håndtere og identificere interessekonflikter, der potentielt kan opstå i forbindelse med driften af First North. Dette krav indbefatter ligeledes en organisatorisk adskillelse i First North som sikrer imod ugunstige forhold. Ugunstige forhold for First Norths drift i forbindelse med interessekonflikter, kan eksempelvis opstå, som følge af at Nasdaq Copenhagen A/S potentielt ikke kvalificerer udstedere på et objektivt vurderingsgrundlag, men i højere grad ud fra visse interessenters, herunder kortsigtede aktionærer og ejeres ønske om kvantitet frem for kvalitet. Nasdaq Copenhagen A/S skal endvidere besidde tilstrækkelige ressourcer samt indføre sikkerhedsforanstaltninger, procedurer og ordninger til bekæmpelse af risici imod First Norths drift.

Nasdaq Copenhagen A/S skal kunne håndtere risici, hvad end disse risici er operationelle og derigennem til skade for kvalificerede udstedere, herunder om risikoen er forbundet med optagelsen eller tilstedeværelsen af ikke-kvalificerede udstedere. Som følge af dette krav udspringer blandt andet Nasdaq Copenhagen A/S' organisatoriske indretning med en overvågningsafdeling, samt en disciplinærkomité.

Overvågningsafdelingen er et internt organ, som varetager den primære tilsyns- og kontrolfunktion både i optagelsesprocessen og efterfølgende. Overvågningsafdelingen er dog et internt organ, hvorved at denne afdeling ikke i tilstrækkelig grad er uafhængig og objektiv i udførelsen af sin funktion. På trods af at overvågningsafdelingen er afskærmet fra operatørens forretningsmæssige drift, vurderes det at der stadig forekommer en risiko for, at afdelingen ikke i tilstrækkelig grad afdækker risikoen for optagelsen og tilstedeværelsen af ikke-kvalificerede udstedere. Dette underbygges via skildringen af agent-principal-forholdet som fremkommer af figur 9.



Figur 9: Agent-principal-forhold mellem overvågningsafdelingen og operatøren. Kilde: Egen tilvirkning – ud fra teorien i metodeafsnittet.

Figur 9 skildrer at overvågningsafdelingen (agenten), er ansat af operatøren (principalen). Operatøren bærer fortsat risikoen forbundet med, at overvågningsafdelingen ikke udfører sit arbejde tilstrækkeligt. Ansættelsesforholdet bygger på, at operatøren har et rapporteringsbehov vedrørende den enkelte udsteders og rådgivers overholdelse af regelsættet. Eftersom at overvågningsafdelingen fortsat er et internt organ ansat direkte af operatøren, arbejder denne efter retningslinjer fremsat direkte af operatøren, og lader sig i dermed i vid udstrækning præge af den kultur, som hersker internt hos operatøren. Alt afhængigt af ansættelsesforholdet indtræder der ligeledes en risiko for at agenten har fokus på egne interesser som muligvis ikke er sammenfaldende med principalens, hvorved at der kan opstå asymmetrisk information mellem disse parter.

Der eksisterer således en reel risiko for, at overvågningsafdelingen ikke i tilstrækkelig grad fører kontrol og tilsyn med udstedere i både optagelsesprocessen og efterfølgende. I forbindelse hermed er det tankevækkende, at der internt hos operatøren mere eller mindre ikke stilles spørgsmålstejn ved den information, som opnås gennem overvågningsafdelingen. Disciplinærkomitéen og den juridiske afdeling foretager som udgangspunkt ikke dybdegående undersøgelser af en given udsteder eller rådgiver i forbindelse

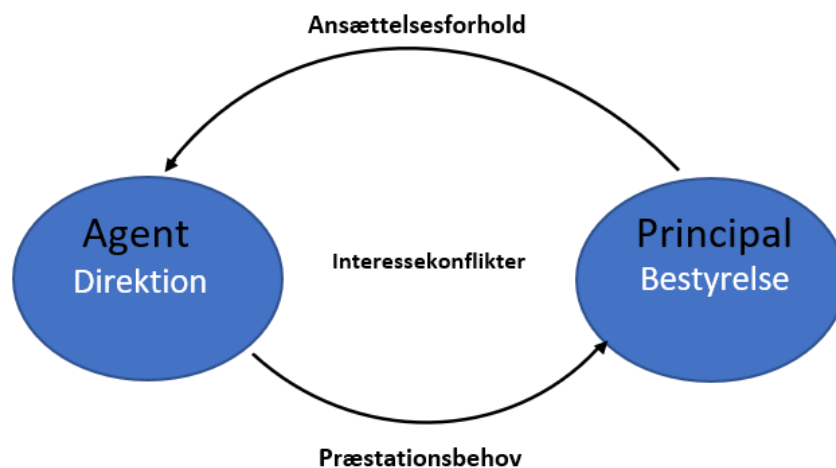
med en disciplinærsag, for at verificere at overvågningsafdelingens arbejde er udført tilstrækkeligt. Endvidere er der som udgangspunkt ikke andre enheder hos operatøren, som er involveret i optagelsesprocessen, herunder i vurderingen af om en given udsteder er kvalificeret til at blive optaget til handel på markedspladsen. Der foreligger således i høj grad et blindt tillidsforhold til overvågningsafdelingen, hvilket betyder at der er en reel risiko for, at denne afdelings arbejdsudførelse ikke foretages tilstrækkeligt under hensyntagen til den offentlige tillid til markedspladsen.

Operatøren af First North har dog ved kravet om tilknytningen af en certificeret rådgiver, i højere grad gjort rådgiveren til overvågningsmyndigheden, og efterfølgende ladet overvågningsafdelingen føre kontrol og tilsyn med informationerne som stammer herfra. På en sådan måde afdækkes risiciene beskrevet ovenfor til dels, hvilket som udgangspunkt er gavnligt for opretholdelsen af den offentlige tillid til markedspladsen. Dog er det i den forbindelse en smule modsigende, at overvågningsafdelingen som udgangspunkt på egen hånd har myndighed til at tildele en rådgiver status som certificeret rådgiver, og at afgørelser vedrørende certificerede rådgivere som udgangspunkt bygger på overvågningsafdelingens foretagne undersøgelser. Dette betyder indirekte, at overvågningsafdelingen reelt fører tilsyn og kontrol med sig selv, og om beslutningen om tildeling af status som certificeret rådgiver indledningsvist var retvisende. I forbindelse hermed eksisterer der en risiko for at overvågningsafdelingen ikke besidder den nødvendige selvindsigt og professionalisme til at erkende egne fejl.

Det kræves endvidere af Nasdaq Copenhagen A/S, at de besidder beføjelsen til at udføre suspension og sletning af finansielle instrumenter optaget til handel på First North. På den måde kan Nasdaq Copenhagen A/S sikre, at der udelukkende kan handles med kvalificerede udsteders finansielle instrumenter.

I forbindelse med at suspension og sletning, samt andre sanktioner gennemføres af Disciplinærkomitéen på First North, forekommer der nogle udfordringer vedrørende sammensætningen heraf.

Disciplinærkomitéen vedrørende First North kontrolleres og styres af operatørens administrerende direktør. Figur 10 skildrer agent-principal-forholdet mellem direktionen, herunder den administrerende direktør, og bestyrelsen.



Figur 10: Agent-principal-forhold mellem direktionen og ledelsen. Kilde: Egen tilvirkning – ud fra teorien i metodeafsnittet.

Som det fremgår af figur 10, er direktionen ansat af bestyrelsen. Bestyrelsen har en intention om at markedspladsen drives bedst muligt, og dermed tjener flest muligt penge. I relation hertil er det relevant at have for øje, at markedspladsens indtjening i overvejende grad er afhængig af antallet af udstedere noteret herpå. Der kan dog i relation hertil være forskellige veje frem mod en forøgelse af antallet af udstedere på en markedsplads. I Sverige tror man, som tidligere belyst, i højere grad på at det i et langsigtet perspektiv er gavnligt at øge kvaliteten af udstederne på markedspladsen, således at den offentlige tillid hertil fremadrettet vil forbedres, hvorved at værdiskabelsen for noteringen vedrørende den enkelte udsteder vil øges. I Danmark har man i højere grad fokus på lempelsen af krav, under hensyntagen til små- og mellemstore virksomheders mulighed og interesse i at lade sig notere på First North. Bestyrelsen har således til opgave at udstikke retningslinjer for markedspladsens fremtidige strategi, som direktionen skal forsøge at efterleve. I forbindelse hermed, er det blandt andet et krav at bestyrelsen har ansvaret for at udarbejde en forsvarlig organisation, hvilket bestyrelsen vedrørende Nasdaq Copenhagen A/S ikke fuldkomment er lykkedes med. Den administrerende direktørs indtjening antages ligeledes at være afhængig af antallet af udstedere noteret herpå, hvorved at direktøren potentielt har et mere kortsigtet perspektiv end bestyrelsen. Der forekommer derved en reel risiko for at der opstår interessekonflikter mellem disse parter. I forbindelse hermed er det bemærkelsesværdigt, at den administrerende direktør indgår i Disciplinærkomitéen. Hermed kan der i høj grad stilles spørgsmålstejn ved om direktøren, og dermed om Disciplinærkomitéen er tilstrækkeligt objektive og uafhængige i vurderingen af hvilken sanktion eller straf som udstederen skal pålægges. En direktør har alt andet lige et mere kortsigtet perspektiv end bestyrelsen, hvorved at direktøren og dermed Disciplinærkomitéen i høj grad er interesseret i at flest mulige selskaber er noteret på markedspladsen nu og her. På

baggrund heraf vurderes det at der ikke foreligger en opdeling af den udøvende og den dømmende magt internt hos operatøren af First North, eftersom at direktøren både har ansvaret for udarbejdelsen, gennemførelsen og overholdelsen af regelsættet, hvilket i højere grad kan lægge op til magtmisbrug. Klagevejen imødekommer dog i mindre omfang denne udfordring, og sikrer at uretfærdige afgørelser truffet af Nasdaq Copenhagen A/S i mindre grad står ved magt, idet et uafhængigt organ inddrages i sagsvurderingen, herunder Finanstilsynet, Erhvervsankenævnet og domstolene.

I tilfælde af at Disciplinærkomitéen ikke er tilstrækkeligt egnet til varetagelsen af sin funktion, da forekommer der større risiko for at Komitéen ikke træffer den rette beslutning vedrørende en given aktør, hvilket potentielt kan forringe den offentlige tillid til markedspladsen som helhed. Det er således afgørende for Disciplinærkomitéens funktion, at denne er i stand til at træffe de rette beslutninger, hvilket i højere grad er uladsiggørligt, når medlemmerne heraf er afhængige af markedspladsens forretningsmæssige situation.

Ovenfor er den interne del af infrastrukturen hos First North hovedsageligt blevet behandlet. Der foreligger dog også et eksternt element af infrastrukturen, hvor særligt Finanstilsynet og Erhvervsstyrelsen spiller en væsentlig rolle.

Finanstilsynets opgave som tilsynsvirksomhed indbefatter blandt andet, at de skal føre tilsyn med, om Nasdaq Copenhagen A/S er en kvalificeret operatør. Dette tilsyn baseres på en kontrol med overholdelsen af reguleringerne i KAPML, samt forordninger og bekendtgørelser i tilknytning til kapitalmarkedsområdet. Finanstilsynets tilsyn påser dermed overholdelsen af både de organisatoriske krav, samt driften af First North. Finanstilsynets tilsyn er dermed også en overordnet kontrol af, om First Norths infrastruktur er hensigtsmæssig, idet problematikker internt og eksternt mellem markedspladsens aktører potentielt kan give anledning til, at bestemmelserne ikke overholdes tilstrækkeligt. Finanstilsynets tilsyn kan derigennem styrke tilliden til First North, idet at tilsynet blandt andet er med til at sikre optagelsen og tilstedeværelsen af kvalificerede udstedere.

Nasdaq Copenhagen A/S skal som operatør give alle de oplysninger til Finanstilsynet, som Finanstilsynet finder nødvendige for deres tilsyn. Finanstilsynet har ligeledes indgribende beføjelser til at skaffe alle nødvendige informationer. Blandt andet kan Finanstilsynet foretage inspektion af Nasdaq Copenhagen A/S. Ved inspektionen kan Finanstilsynet blandt andet kontrollere, om Nasdaq Copenhagen A/S efterlever reguleringerne, som de forsikrer at de efterlever. Finanstilsynet er dermed ikke begrænset i deres tilsyn af First North, hvilket giver Finanstilsynet en berettiget tillid til, om First Norths infrastruktur blandt andet er tilstrækkelig, herunder også om operatørens interne tilsyn er tilstrækkeligt til at sikre optagelsen og tilstedeværelsen af kvalificerede udstedere.

Finanstilsynet har forskellige reaktions- og sanktionsmuligheder, de kan benytte i forbindelse med tilsynet af Nasdaq Copenhagen A/S. Reaktionsmulighederne informerer Nasdaq Copenhagen A/S om, at forhold eller adfærd skal forbedres fremadrettet, førend Nasdaq Copenhagen A/S kan efterleve kravene til, at de er en kvalificeret operatør.

Sanktionsmulighederne, samt offentliggørelsen af gennemførelsen heraf, har blandt andet til hensigt at give Finanstilsynet den respekt, der er nødvendig til at være en respekteret tilsynsførende myndighed.

Erhvervsstyrelsen fører eksternt regnskabskontrol med udstederne på First North. Udstedere på First North er forpligtede til at indberette deres årsregnskaber til Erhvervsstyrelsen, hvorved Erhvervsstyrelsen har de bedst mulige forudsætninger til at foretage tilsyn med udstedernes årsregnskaber. Erhvervsstyrelsen påser i den forbindelse overholdelsen af, om udstedernes regnskaber lever op til de reguleringer, som regnskaberne er underlagt i ÅRL. En udsteders regnskaber spiller en væsentlig rolle i operatørens tilsyn med om udstederen efterlever sine økonomiske og finansielle forpligtelser i henhold til regelsættet. Ved at Erhvervsstyrelsen foretager regnskabskontrol har operatøren derved bedre forudsætninger for at foretage en retvisende vurdering af en given udsteders overholdelse af relevante bestemmelser i regelsættet, hvilket er til gavn for det interne tilsyns effektivitet.

Finanstilsynet og Erhvervsstyrelsens rolle i forbindelse med tilsynet af First North som helhed, er ikke udelukkende for markedspladsens skyld. Finanstilsynet og Erhvervsstyrelsen bærer ligeledes et vigtigt ansvar i at opnå en berettiget tillid til First North og udstederne, således at offentligheden også får en berettiget tillid til markedspladsen. Dette forhold mellem offentligheden, operatøren, Finanstilsynet og Erhvervsstyrelsen kan ligeledes anskues gennem agent-principal-teorien. Figur 11 illustrerer, hvorledes denne påtænkte sammenhæng eksisterer.



Figur 11: Forhold mellem operatøren, offentligheden og Finanstilsynet/Erhvervsstyrelsen. Kilde: Egen tilvirkning – ud fra teorien i metodeafsnittet.

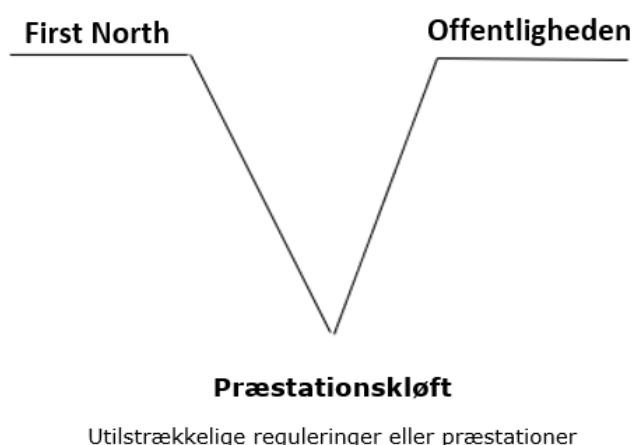
Figur 11 illustrerer behovet for eksternt tilsyn fra Finanstilsynet og Erhvervsstyrelsen. Agent-Principal-teorien foreskriver, at der kan opstå interessekonflikter imellem en agent og en principal, som i dette tilfælde udgøres af henholdsvis operatøren og offentligheden. Disse interessekonflikter kan opstå, i forbindelse med at offentligheden "ansætter" Nasdaq Copenhagen A/S, til varetagelsen af at sikre optagelsen og tilstedeværelsen af kvalificerede udstedere på First North. Operatøren har et ønske om at tjene mest muligt, hvorved at der foreligger en reel risiko for, at dette kan ske på bekostning af offentlighedens interesser. Offentligheden har ikke mulighed for at monitorere, om Nasdaq Copenhagen A/S egentlig opfylder dette ansættelsesforhold tilstrækkeligt. Finanstilsynet og Erhvervsstyrelsen tiltræder derfor i "auditor"-rollen. Formålet hermed er at kontrollere at Nasdaq Copenhagen A/S er tilstrækkeligt kvalificeret og endvidere har passende incitament til varetagelsen af offentlighedens interesse. Det eksterne tilsyn skal derfor ligeledes sikre, at der ikke sker udveksling af asymmetriske informationer mellem First North og offentligheden, samt forhindre imod amoralsk adfærd forbundet med markedspladsen. Dette sikres igennem det eksterne tilsyn, hvor der foretages kontrol med overholdelsen af reguleringerne som operatøren er underlagt. Under denne kontrol føres der ligeledes kontrol med First Norths infrastruktur. Derfor opnås der på baggrund af det eksterne tilsyn en berettiget tillid til, at Nasdaq Copenhagen A/S sikrer

optagelsen og tilstedeværelsen af kvalificerede udstedere, hvilket er til gavn for den offentlige tillid til markedspladsen.

Kapitel 7: Diskussion af infrastrukturen

7.1. Præstationskløften

Skyldes den manglende tillid til First North utilstrækkelige reguleringer eller en manglende præstation på markedspladsen, om at efterleve gældende reguleringer. Til at diskutere dette forhold anvendes præstationskløften, se figur 12.



Figur 12: Præstationskløften mellem Nasdaq Copenhagen A/S og offentligheden. Kilde: Egen tilvirkning – ud fra teorien i metodeafsnittet.

Det er efter de adspurgte udstedere på First Norths opfattelse, at Nasdaq Copenhagen A/S generelt er en professionel operatør. De adspurgte udstedere på både First North og Spotlight er dog enige om, at First Norths manglende tillid, blandt andet skal findes i Nasdaq Copenhagen A/S' tidligere præstationer i forbindelse med at forhindre tilstedeværelse af ikke-kvalificerede udstedere, hvorved at den svækkede tillid fra offentligheden er berettiget.

Den adspurgte udsteder på Spotlight giver udtryk for, at der er en bedre kultur i Sverige for MHF'er, hvor Danmark i højere grad fokuserer på det regulerede marked. Dette kommer blandt andet til udtryk, ved at infrastrukturen på First North ikke har været tilstrækkelig til at forhindre optagelsen af ikke-kvalificerede udstedere. Det er derfor i højere grad en nødvendighed at have mere fokus på reguleringen af operatøren i Danmark sammenlignet med Sverige. First North kan da i høj grad lære noget af den svenske infrastruktur på MHF'er og derigennem styrke den offentlige tillid.

Driften af Nasdaq Copenhagen A/S' hovedmarkedsplads kan give opfattelsen af en underprioritering af First North, hvilket ikke er gavnligt for en hensigtsmæssig og

betryggende drift af First North. I forbindelse hermed, bør operatøren af First North i vid udstrækning sidestille First North med det regulerede marked, for at opnå en ligelig fordeling af operatørens ressourcer. Dette kan dog i praksis forekomme vanskeligt, eftersom at det vurderes, at operatørens væsentligste forretningsområde er Fondsbørsen. Såfremt First North fik større konkurrence af andre MHF'er i Danmark, som potentiel kan stjæle markedsandele fra First North, da vil Nasdaq Copenhagen A/S som udgangspunkt få et øget incitament til at fokusere mere på driften af First North. Det vurderes derfor at kunne styrke tilliden til First North, hvis markedspladsen fik konkurrence af en MHF som eksempelvis er drevet af et fondsmæglerselskab.

Infrastrukturen har til formål at sikre en hensigtsmæssig og betryggende drift af markedspladsen, særligt under hensyntagen til den offentlige tillid hertil.

Det er reguleret i KAPML, at Nasdaq Copenhagen A/S skal sikre en organisatorisk adskillelse til at afdække risici herunder blandt andet i forbindelse med interessekonflikter. Som det blev analyseret i det forrige afsnit, er bestyrelsen ikke helt lykkedes hermed eftersom, at der forekommer risici vedrørende en hensigtsmæssig og betryggende drift af markedspladsen som følge heraf.

Overvågningsafdelingen er et essentielt led i tilsyns- og kontrolprocessen med en given aktør, herunder med en udsteder og en certificeret rådgiver. Men som situationen er på nuværende tidspunkt har overvågningsafdelingen til opgave at føre tilsyn og kontrol med udstedere og rådgivere, som selvsamme afdeling i første omgang gav grønt lys til. Ved i stedet at tildele ansvaret om, at foretage en vurdering af udstederen i optagelsesprocessen, samt ansvaret om at tildele en rådgiver status som certificeret rådgiver, til en ekstern part, da sikrer man i højere grad, at der forekommer både en objektiv og uafhængig vurdering af aktøren i forbindelse med dennes indtræden på markedspladsen. Endvidere undgår man at i højere grad at der opstår asymmetrisk information, eftersom at det eksterne organ ikke vil lade sig påvirke af kulturen og andre forhold internt hos operatøren, som potentielt ville kunne forstyrre og påvirke integriteten til det udførte arbejde. Derudover vil overvågningsafdelingen også i sin løbende tilsyns- og kontrolproces kunne foretage en mere nuanceret og kritisk vurdering af aktørens overholdelse af regelsættet, hvilket uomtvisteligt er til gavn for den offentlige tillid til markedspladsen.

I forlængelse af ovenstående er det i hvert fald afgørende for en hensigtsmæssig og betryggende drift af markedspladsen, at der i højere grad opnås en berettiget tillid til overvågningsafdelingen, og arbejdet som udføres heri. Tilsyns- og disciplinærprocessen er, som tidligere beskrevet, afgørende for opretholdelsen af den offentlige tillid til markedspladsen. I forbindelse hermed forekommer der dog tvivl omkring, om denne egentlig fungerer tilstrækkeligt og hensigtsmæssigt, eftersom at Disciplinærkomitéen i høj grad træffer sine beslutninger på baggrund af overvågningsafdelingens udførte

undersøgelser. I tilfælde af, at undersøgelserne udarbejdet af overvågningsafdelingen er forføjede og misledende, da vil afgørelser potentielt blive truffet på fejlagtigt grundlag. Til at afdække sådanne risici, kunne man drage nyttig inspiration fra Sverige. På First North i Sverige har Disciplinærkomitéen til sin fornemmeste opgave at foretage en dybere undersøgelse af den pågældende aktør, herunder at sikre at aktøren har mulighed for at fremlægge sin sag. Noget lignende er tilfældet på Spotlight i Sverige, hvor henholdsvis aktøren eller Komitéen kan kræve en mundtlig høring. Disse forhold betyder i højere grad, at der foreligger mindre sandsynlighed for, at Komitéen træffer beslutninger på et forfjelt grundlag, hvilket er til gavn for den offentlige tillid til markedspladsen.

Disciplinærkomitéen vedrørende First North i Danmark bærer ligeledes i høj grad præg af ikke at være kvalificeret ved varetagelsen af sin funktion, grundet sin manglende uafhængighed. I forbindelse hermed er det decideret mærkværdigt, at ingen af komitémedlemmerne vedrørende First North i Danmark ville kunne indgå i Komitéen vedrørende Spotlight. Disciplinærkomitéen spiller en væsentlig rolle i opretholdelsen af den offentlige tillid til markedspladsen, blandt andet på grund af at udstedte sanktioner mv. i høj grad bidrager til at ændre aktørernes adfærd. I forbindelse hermed bør det være et krav for at opnå en hensigtsmæssig og betryggende drift af markedspladsen, at Disciplinærkomitéen udgøres af medlemmer, som er uafhængige af markedspladsen, herunder af dennes forretning og ejere. Dette betyder at man i højere grad sikrer en opdeling af den dømmende og udøvende magt, hvilket er et værn imod magtmisbrug. Dette kan blandt andet opnås på samme måde som tilfældet er vedrørende First North i Sverige, hvor samtlige involverede i Komitéen på ingen måde har relation til markedspladsen. I forbindelse hermed, skal det dog være en forudsætning at medlemmerne har den fornødne tid til rådighed ved varetagelsen af hvervet som komitémedlem, således at det enkelte medlem kan leve op til sit ansvar. Ved at sikre uafhængigheden af Komitéen, sikres integriteten og kvaliteten vedrørende arbejdsudførelsen i højere grad, hvorved at man i højere grad sikrer sig, at afgørelser træffes uden hensyntagen til operatøren, herunder dennes forretning og ejere. Dette er alt andet lige til gavn for den offentlige tillid til markedspladsen som helhed. Endvidere kunne man med fordel ligeledes drage inspiration af First North Stockholms Disciplinærkomitéen i relation til mangfoldighed angående kompetencer, hvorved at enhver mulig problemstilling relateret hertil i højere grad kan imødekommes.

Endvidere er der stor forskel på om komitémedlemmerne udpeges af bestyrelsen eller af direktionen. Bestyrelsen har, som tidligere beskrevet, ansvaret for at udstikke de strategiske retningslinjer for selskabet, hvorimod ledelsen i højere grad har et kortsigtet fokus. Ved at stille krav til at komitémedlemmerne skal udpeges af bestyrelsen sikrer man dermed, i højere grad at medlemmerne forstår og efterlever bestyrelsens anvisninger. Man undgår dermed også, at Komitéens beslutninger bærer præg af direktionens

kortsigtede fokus, hvilket betyder at risiciene vedrørende forkerte og upræcise beslutninger i højere grad afdækkes.

Ydermere er det tidligere i afhandlingen blevet belyst, at indholdet af virksomhedsbeskrivelsen ikke i tilstrækkelig grad harmonerer med optagelseskravene. På baggrund heraf forekommer der en reel risiko for at optagelsesprocessen tillader optagelsen af ikke-kvalificerede udstedere. Endvidere er der i høj grad risici forbundet med, at ledelsen hos en given udsteder udarbejder virksomhedsbeskrivelsen, eftersom at ledelsens interesser kan være modstridende med First Norths. For at imødekomme disse problemstillinger vedrørende virksomhedsbeskrivelsen kan man, blandt andet stille større krav til indholdet heraf, med det formål i højere grad at kunne foretage en retvisende vurdering af udstederen i optagelsesprocessen. En alternativ løsning kan være, at virksomhedsbeskrivelsen i højere grad bør suppleres af anden information vedrørende en given udsteder, således at risikoen for optagelsen af ikke-kvalificerede udstedere afdækkes. Derudover kan det diskuteres om virksomhedsbeskrivelsens erklæring egentlig burde udarbejdes af en uafhængig tredjepart. Dette vil i høj grad sikre validiteten af virksomhedsbeskrivelsen. Som tilstanden er på nuværende tidspunkt, hvor en udsteders ledelse har ansvaret for at udarbejde en erklæring vedrørende virksomhedsbeskrivelsen, ville dette svare til, at et givent selskabs ledelse også udarbejdede erklæringen vedrørende dets årsregnskab.

Det er endvidere et krav i KAPML, at operatøren skal have implementeret sikkerhedsforanstaltninger med det formål at afdække de risici som markedspladsen udsættes for. På baggrund af ovenstående belyste forhold, fremstår det tydeligt at infrastrukturen ikke i tilstrækkelig grad afdækker risiciene forbundet med markedspladsen og dennes drift. Dette fremgår endvidere nedenfor hvor der igen kan stilles spørgsmålstejn ved om operatøren efterlever dette krav.

I vurderingen af om en udsteder overholder sine økonomiske forpligtelser, tages der i høj grad udgangspunkt i en revisors arbejde, herunder særligt erklæringer udarbejdet af en revisor. Som det tidligere blev beskrevet, da forekommer der sågar tilfælde, hvor Disciplinærkomitéen direkte på baggrund af en revisorerklæring foretager afgørelser vedrørende en given udsteder, hvilket giver indikationer om at der i vid udstrækning foreligger et blindt tillidsforhold mellem en given revisor og operatøren af First North. Som følge heraf kan der opstå risici, hvis revisoren arbejde er udført utilstrækkeligt. Ved implementeringen af sikkerhedsforanstaltninger, som sikrer opnåelsen af en berettiget tillid til en given revisor, da vil man i højere grad afdække disse risici. En måde hvorpå dette kan forekomme er gennem direkte kontakt til en revisor, som ikke involverer udstederen. På Spotlight i Sverige forpligter udstedere sig ved notering herpå, til at markedspladsen kan tage direkte adgang til udstederens revisor. Dette bidrager i høj grad til at operatøren, herunder særligt overvågningsafdelingen, opnår en forståelse af

revisoren og dennes udførte arbejde. Ved kendskab hertil da kan operatøren i højere grad reagere, såfremt der måtte forekomme tydelige indikationer på, at revisorens adfærd eller arbejde er utilstrækkeligt, hvilket i høj grad er til gavn for den offentlige tillid til markedspladsen som helhed.

I forbindelse med det interne tilsyn, særligt vedrørende en udsteders økonomiske og finansielle forpligtelser, spiller Erhvervsstyrelsen også en væsentlig rolle i forbindelse med at afdække risici forbundet hermed. Dog kan disse risici i højere grad afdækkes såfremt Erhvervsstyrelsen baserer sin regnskabskontrol på en tilfældig udvælgelse.

Finanstilsynet har ligeledes et ansvar for at afdække de risici der er forbundet med First North og driften heraf. De adspurgte udstedere på First North og Spotlight er enige om, at der bliver ført tilstrækkeligt eksternt tilsyn med markedspladsen. Udstederne på First North giver dog udtryk for, at de ikke bemærker Finanstilsynets kontrol. Dette burde egentlig anses som noget positivt, men udstederne udtrykker forbløffelse over, at de mangler at se, hvad de egentlig får for deres årlige gebyr til Finanstilsynet. Finanstilsynet kunne da med fordel være mere synlige i deres tilsyn med First North, hvilket som udgangspunkt øger respekten hertil. Dette skaber yderligere incitamentet til overholdelse af loven på markedspladsen.

Nasdaq Copenhagen A/S er forpligtede til at indrette deres gebyrstruktur således, at den ikke giver incitament til omgåelse af bestemmelser. Dette er operatøren dog ikke i tilstrækkelig grad lykkedes med, hvorved det kan diskuteres om der foreligger en utilstrækkelige præstation eller om reguleringerne er for uspecifikke.

KAPML har til hensigt at styrke tilliden til First North, idet rationale bag lovgivningen i høj grad har til hensigt at sikre optagelsen og tilstedeværelsen af kvalificerede udstedere. KAPML-reguleringerne har blandt andet til hensigt at sikre en hensigtsmæssig og betryggende drift på First North.

På baggrund af de ovenstående belyste forhold er der indikationer på, at der er tale utilstrækkelige reguleringer frem for utilstrækkelig præstation. Dette skyldes blandt andet at Finanstilsynet ikke har fremhævet nogle forhold som ikke er i overensstemmelse med reguleringerne. I forbindelse hermed burde de belyste forhold, beskrevet ovenfor, have givet anledning til reaktioner fra Finanstilsynet, hvis de var modstridende med KAPML, hvilket ikke har været tilfældet. Dette er et udtryk for, at KAPML i høj grad lægger op til fortolkning og i mindre grad fastlægger konkrete retningslinjer vedrørende driften af en MHF. Finanstilsynet kan derved have svært ved at have en præventiv funktion, idet at der ligeledes for dem kan være uvished omkring hvorledes lovgivningen skal forstås og dermed bedst muligt overholdes.

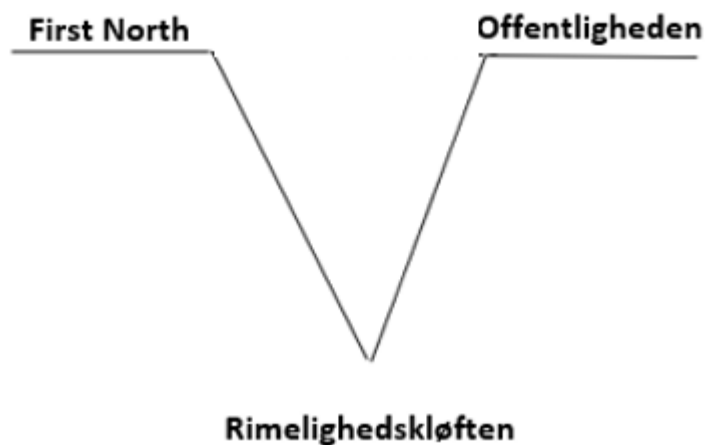
Dette er et direkte udtryk for, at MiFID II-direktivet har en lav detaljeringsgrad, som lægger op til at det enkelte medlemsland skal foretage en fortolkning og konkretisering heraf, når der sker en implementering til national lov. Det vurderes dermed, at MiFID

II-direktivet ikke som udgangspunkt uden videre kan kopieres fra direktivet til KAPML, hvilket det som udgangspunkt kan virke til at den danske stat har gjort.

En måde hvorpå denne problemstilling i vid udstrækning kan imødekommes, er ved at omdanne MiFID II- direktivet til en forordning. Ved denne omdannelse undgås i højere grad at den enkelte medlemsstat selv er overladt til at foretage præciseringer og tilføjelser i den nationale lovgivning. En anden måde hvorpå man kan undgå ukonkrete reguleringer vedrørende MHF'er og driften heraf, er ved at man i Danmark i højere grad på eget initiativ foretager præcisering og konkretisering af lovgivningen.

7.2. Rimelighedskløften

I dette afsnit diskuteres hvorvidt offentligheden med rimelighed kan forvente, at alle risici vedrørende optagelsen og tilstedeværelsen af ikke-kvalificerede udstedere afdækkes af infrastrukturen. Denne rimelighedskløft skildres i figur 13.



Figur 13: Rimelighedskløften mellem First North og offentligheden. Kilde: Egen tilvirkning – ud fra teorien i metodeafsnittet.

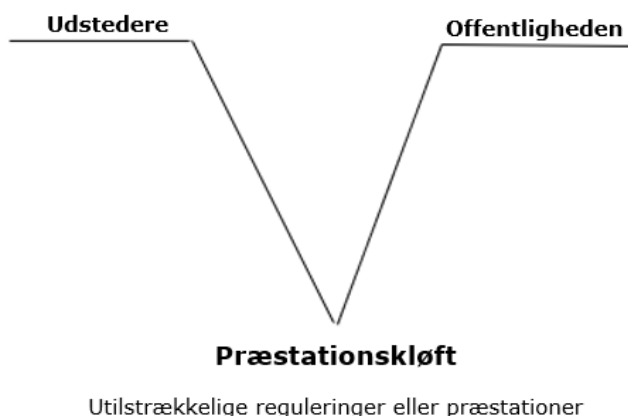
Reguleringerne, der medfølger en MHF's registrering som et SMV-vækstmarked, er en overbygning til de eksisterende bestemmelser en MHF er underlagt. Disse reguleringer er derfor medvirkende til at styrke markedspladsens generelle kvalitet, hvilket som udgangspunkt styrker den offentlige tillid til First North.

Den administrative byrde for udstederne holdes dog fortsat nede, hvilket bør gøre First North mere attraktiv, for små- og mellemstore virksomheder. Den nye attraktivitet som SMV-vækstmarked, kan derved i højere grad øge kvantiteten af udstedere uden, at der går på kompromis med kvaliteten af markedspladsen. Dog er kravene fortsat markant lempede sammenlignet med kravene til det regulerede marked. Dette betyder at der på

trods af First Norths registrering som et SMV-vækstmarked dog stadig forekommer forholdsvis stor risiko forbundet med optagelsen og tilstedeværelsen af ikke-kvalificerede udstedere. På baggrund heraf kan offentligheden ikke med rimelighed forvente at First North i ligeså høj grad, som det regulerede marked, er i stand til at afdække alle risici vedrørende optagelsen og tilstedeværelsen af ikke-kvalificerede udstedere. Det kan dog imidlertid forventes, at operatøren af First North i vid udstrækning opretholder en kvalitet af markedspladsen, som giver anledning til fornuftige forhold for udstedere, såvel som for offentligheden.

Kapitel 8: Diskussion af kvalificeret udsteder

I dette afsnit forekommer der en diskussion af, hvorfor offentligheden ikke har tilstrækkelig tillid til First North, herunder til udstederne på markedspladsen. På baggrund af figur 14, fremgår det at offentlighedens manglende tillid til en given udsteder skyldes enten udstederens manglende præsteren i forhold til overholdelsen af regelsættet eller utilstrækkelige reguleringer, som betyder at offentligheden ikke nødvendigvis har tillid til udstederens kvalitet, på trods af at denne af First North er vurderet kvalificeret. Dette betyder, at der i indeværende afsnit i relation til utilstrækkelig regulering i vid udstrækning stilles spørgsmålstejn ved afhandlingens definerede tillidsbegreb.



Figur 14: Præstationskløften mellem udstedere og offentligheden. Kilde: Egen tilvirkning – ud fra teorien i metodeafsnittet.

Der har i et historisk perspektiv været adskillige tilfælde på udstedere optaget til handel på First North, som ikke har præsteret tilstrækkeligt vedrørende overholdelsen af regelsættet. Dette underbygges blandt andet ved, at de adspurgte udstedere på First North mener, at den manglende tillid til markedspladsen, i høj grad skyldes selskabers manglende præsteren herpå. Dette har uomtvisteligt haft en indvirkning på offentlighedens tillid til udstederne på First North, og dermed markedspladsen som helhed. Dog bør der stilles spørgsmålstejn ved, om dette i høj grad ikke er et udtryk for at reguleringerne vedrørende udstedere ikke er tilstrækkelige. En stramning af regelsættet vedrørende udstedere kan skabe bedre betingelser for infrastrukturens mulighed for at afdække risiciene for optagelsen og tilstedeværelsen af ikke-kvalificerede udstedere. Hvis man i regelsættet eksempelvis tilføjer et krav om at udstedere skal forholde sig til anbefalingerne om god selskabsledelse, kan der i højere grad foretages en retvisende vurdering af om en given udsteders ledelse blandt andet besidder den fornødne kompetence og uafhængighed.

Endvidere vurderes det, at den manglende tillid til den enkelte udsteder, og dermed markedspladsen som helhed, skyldes at der foreligger en uhensigtsmæssig balance imellem lempelsen af kravene og kvaliteten af den enkelte udsteder, hvilket udspringer af utilstrækkelig regulering. Hensigten med regelsættet er i høj grad at tilgodese muligheden for at små- og mellemstore virksomheder kan lade sig notere på markedspladsen, og i mindre grad have fokus på udstedernes kvalitet.

Den uhensigtsmæssige balance imellem lempelse af krav og udstedernes kvalitet, er blandt andet et udtryk for, at man i Danmark har en strategi, som i høj grad er baseret på lempede krav, med det formål at gøre det mere attraktivt for udstedere at lade sig notere. I Sverige forholder det sig i vid udstrækning omvendt, hvor strategien vedrørende MHF'erne i højere grad, baseres på strengere krav, med det formål at øge den offentlige tillid til markedspladsen, og derigennem gøre det mere attraktivt for udstedere at lade sig notere. Den danske strategi har i et vist omfang slået fejl, hvilket eksempelvis kommer til udtryk i forbindelse med Athenas afnotering fra First North, som var begrundet af en ringe værdiskabelse forbundet med noteringen.

På baggrund af ovenstående vurderes det at være gavnligt for både den offentlige tillid til og driften af First North, hvis der foreligger strengere krav vedrørende udstedere. Dette kan endvidere underbygges af de adspurgte udstedere på First North, som mener at de reguleringsmæssige forskelle mellem det regulerede marked og MHF'er i højere grad bør udlignes.

Til at imødekomme ovenstående vil det blandt andet være gavnligt for den offentlige tillid til markedspladsen, at der foreligger retningslinjer for udstedernes adfærd, som ikke har direkte indvirkning på overholdelsen af regelsættet. Dette skyldes, at offentlighedens omdømme vedrørende en given udsteder i høj grad også præges af udstederens generelle adfærd.

Derudover kan man drage inspiration fra Sverige, som har implementeret særlovgivning vedrørende offentlige overtagelsestilbud, herunder flagningsregler, rettet mod udstedere på MHF'er. Dette er i høj grad til gavn for den offentlige tillidsskabelse vedrørende en given udsteder, og dermed markedspladsen som helhed.

Under hensyntagen til den offentlige tillid, bør First Norths definition af en kvalificeret udsteder dermed forbedres. En forbedring heraf vil ske direkte igennem ændringer i regelsættet, som kan være et udtryk for, at der i KAPML stilles skærpede og konkrete krav. På den korte bane kan det dog fremstå uhensigtsmæssigt at skærpe kravene, eftersom at færre små- og mellemstore virksomheder da vil have begrænset interesse og mulighed for at blive optaget til handel på First North. Dog vil dette i højere på lang sigt, gøre det mere attraktivt for udstedere at lade sig notere, da det som følge af en forbedret offentlig tillid til markedspladsen, vil være mere værdiskabende for en

udsteder at være noteret herpå. I forbindelse hermed er det dog væsentligt at man har hensigten bag MHF'er for øje således, at First North ikke bliver en tro kopi af det regulerede marked. Dette betyder, at kravene på First North fortsat skal være lempede sammenlignet med Fondsbørsen således, at det stadig er muligt for små- og mellemstore virksomheder at lade sig notere herpå.

Kapitel 9: Konklusion

Vedtagelsen af MiFID II-direktivet blev gennemført for i højere grad at afdække risici vedrørende de finansielle markeder, hvilket havde til hensigt at øge den offentlige tillid til kapitalmarkedet, herunder også multilaterale handelsfaciliteter.

MiFID II-direktivet blev i Danmark implementeret, i form af en ny kapitalmarkedslov. Kapitalmarkedsloven indeholder reguleringer vedrørende operatøren af en multilateral handelsfacilitet, herunder First North, samt vedrørende tilsynet heraf. Som følge af kravene til operatøren indgår der i kapitalmarkedsloven ligeledes indirekte reguleringer vedrørende udstedere på First North. Reguleringerne vedrørende udstedere udspringer blandt andet af kravet til at operatøren skal have regler og procedurer, som sikrer en redelig og korrekt handel på markedspladsen. I praksis medfører dette, at operatøren af First North skal have et regelsæt, som regulerer udstedere på markedspladsen. Regelsættet sætter retningslinjer omkring hvilke krav en udsteder skal efterleve for at blive og være optaget til handel på First North. First North har endvidere fundet det nødvendigt jf. regelsættet, at udstedere skal have tilknyttet en certificeret rådgiver, med det formål at sikre en hensigtsmæssig og betryggende drift af markedspladsen. På den baggrund regulerer MiFID II-direktivet, og dermed kapitalmarkedsloven, infrastrukturen vedrørende multilaterale handelsfaciliteter, herunder First North.

Rationalet bag vedtagelsen af MiFID II-direktivet og dermed gennemførelsen af kapitalmarkedsloven har fine hensigter og bidrager i vid udstrækning også til at opretholde kvaliteten og den offentlige tillid vedrørende multilaterale handelsfaciliteter, herunder First North. Der forekommer dog imidlertid stadigvæk uhensigtsmæssige forhold på First North, hvorved at markedspladsen ikke i tilstrækkelig grad afdækker risiciene forbundet med driften heraf. Dette kommer blandt andet til udtryk ved at operatørens administrerende direktør er formand for Disciplinærkomitéen, samt udpeger Komitéens øvrige medlemmer, hvilket vurderes at være skadeligt for en hensigtsmæssig og betryggende drift af First North. Som følge heraf fremgår det, at den danske implementering af MiFID II-direktivet, kapitalmarkedsloven, ikke i tilstrækkelig grad er entydig og konkret i forbindelse med reguleringerne af multilaterale handelsfaciliteter. Kapitalmarkedslovens bestemmelser vedrørende multilaterale handelsfaciliteter lægger dermed i høj grad op til fortolkning, hvorved at der i vid udstrækning forekommer uvished omkring hvorledes bestemmelserne skal forstås. Ved at der foretages konkretisering og præcisering af bestemmelserne vedrørende multilaterale handelsfaciliteter i kapitalmarkedsloven, lægger disse i mindre grad op til fortolkning, hvorved at der i mindre grad forekommer uvished omkring hvorledes den enkelte bestemmelse skal forstås. Dette vil være til gavn for den offentlige tillid vedrørende First North, eftersom at der i højere grad vil forekomme gennemsigthed omkring hvorledes infrastrukturen kan og bør indrettes.

Den manglende konkretisering og præcisering af kapitalmarkedslovens bestemmelser vedrørende multilaterale handelsfaciliteter er et udtryk for at der i vid udstrækning er foretaget en kopi af MiFID II-direktivets artikler, hvilket som udgangspunkt ikke er hensigten med et direktiv. Direktivers formål er at fastsætte mål, som skal opnås, hvorved at det er op til det enkelte medlemsland at udarbejde egne love for hvordan disse mål skal opnås. Alternativt kan MiFID II-direktivet dermed omdannes til en forordning, hvorved det i mindre grad er op til det enkelte medlemsland at foretage præcisering, konkretisering og fortolkning.

I Danmark og på First North har man på nuværende tidspunkt en strategi, som i høj grad tilgodeser små- og mellemstore virksomheders mulighed og interesse i at lade sig notere, hvilket udspringer at lempede krav. Det vil i stedet være gavnligt for den offentlige tillid til First North, hvis denne strategi ændres på baggrund af inspiration fra Sverige, hvor strategien i højere grad værner om kvalitet frem for kvantitet. Dette kan på kort sigt virke afskrækkende for små- og mellemstore virksomheder, men vil på længere sigt styrke tiltrækningskraften forbundet med markedspladsen. I den forbindelse er det dog afgørende at kravene relateret til First North ikke bliver identiske med kravene til det regulerede marked, hvorved at byrden for små- og mellemstore virksomheder ved notering herpå, vil være for stor.

Bibliografi

- Astralis Group A/S. (2019, november 13). *Prospekt for Astralis Group A/S*. Retrieved from Nyemissions hjemmeside : <https://nyemission.dk/wp-content/uploads/Astralis-Group-Prospekt.pdf>
- Athena IT-Group A/S. (2015, september 29). *Selskabsmeddelelser*. Retrieved from Athena IT-Group A/S' hjemmeside : <https://athena.dk/omsaetningsstigning-paa-23/>
- Boje, T. P. (2020, april 6). *Komparativ metode* . Retrieved from Den Store Danske, Gyldendal : <http://denstoredanske.dk/index.php?sideId=108622>
- Bøg, K. C., & Kiertzner, L. (2007). *Professionsetik for revisorer 1. udgave, 1. oplag*. Foreningen af Statsautoriserede revisorer.
- Casper Moltke-Leth, T. R. (2019, september). *Nasdaq First North bliver et registreret SMV-vækstmarked*. Retrieved from Bird&Bird: <https://www.twobirds.com/da/news/articles/2019/denmark/nasdaq-first-north>
- Danmarks Statistik . (2020, februar 26). *Folketal*. Retrieved from Danmarks Statistik : <https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/befolkning-og-valg/befolkning-og-befolkningsfremskrivning/folketal?fbclid=IwAR2pC2c0IXOgvnb4ok7j4iEUmN7rIX3RDe10D6N1kyhviF7zF5cC5QX153c>
- Danmarks Statistik. (2019, januar 16). *Fakta om Danmarks erhvervsstruktur samt om digitalisering og forskning i de danske virksomheder*. Retrieved from Danmarks Statistik: <https://www.dst.dk/da/Statistik/bagtal/2019/2019-01-16-Fakta-om-DKs-erhvervsstruktur-samt-digi-og-forsk-i-de-DK-virksomheder>
- Det Danske Sprog- og Litteraturselskab . (2020, april 27). *Organisation*. Retrieved from Svensk-Dansk Ordbog : <https://sdo.dsl.dk/ordbog?query=organisation>
- Det Danske Sprog- og Litteraturselskab . (2020, april 27). *Vandel*. Retrieved from Svensk-Dansk Ordbog: <https://sdo.dsl.dk/ordbog?query=vandel>
- Det Danske Sprog- og Litteraturselskab. (2020, april 27). *Icke*. Retrieved from Svensk-Dansk Ordbog: <https://sdo.dsl.dk/ordbog?query=icke>
- Det Danske Sprog- og Litteraturselskab. (2020, april 27). *Lämplig*. Retrieved from Svensk-Dansk Ordbog: <https://sdo.dsl.dk/ordbog?query=l%C3%A4mplig>

- Det Danske Sprog- og Litteraturselskab. (2020, april 27). *Skönsmässig*. Retrieved from Svensk-Dansk Ordbog:
<https://sdo.dsl.dk/ordbog?query=sk%C3%B6nsm%C3%A4ssig>
- Domstol.dk. (2018, oktober 26). *Domsresumée*. Retrieved from Domstol.dk:
<https://www.domstol.dk/oestrelandsret/nyheder/domsresumeer/Pages/DomierstatningssagmodledelseogrevisioniEikBankDanmarkAS.aspx>
- Erhvervsstyrelsen . (2020, februar 18). *Regnskabskontrol generelt*. Retrieved from Erhvervsstyrelsen.dk: <https://erhvervsstyrelsen.dk/regnskabskontrol-generelt>
- ESMA. (2020, april 7). *Registers and data*. Retrieved from European Securities and Markets Authority: <https://www.esma.europa.eu/databases-library/registers-and-data>
- Finans Danmark. (2019, september 25). *Det danske børsnoteringsmarked*. Retrieved from Finans Danmark: https://finansdanmark.dk/media/39986/det-danske-boersnoteringsmarked-halter-bagud_analyse.pdf
- Finanstilsynet . (2015, september 10). *Finanstilsynets opgaver*. Retrieved from Finanstilsynet.dk: <https://www.finanstilsynet.dk/Om-os/Finanstilsynets-opgaver>
- Finanstilsynet. (2016b, december 13). *Redegørelse om inspektion i NASDAQ Copenhagen A/S*. Retrieved from Finanstilsynet.dk: <https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Vurderinger-af-finansielle-virksomheder/Vurdering-af-finansielle-virksomheder-2016/VU-Nasdaq-131216>
- Finanstilsynet. (2019a, april 4). *Redegørelse om inspektion i Nasdaq Copenhagen A/S*. Retrieved from Finanstilsynet.dk: https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Vurderinger-af-finansielle-virksomheder/2019/Nasdaq_040419
- Finanstilsynet. (2020b, maj 11). *Påbud*. Retrieved from Finanstilsynet.dk: [https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsreaktioner/Paabud?searchString=&facets=\(\)&options=\(take:20\)\(skip:0\)\(sort:\)](https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsreaktioner/Paabud?searchString=&facets=()&options=(take:20)(skip:0)(sort:))
- Finanstilsynet. (2020c, maj 11). *Påtale*. Retrieved from Finanstilsynet.dk: [https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsreaktioner/Paatale?searchString=&facets=\(\)&options=\(take:20\)\(skip:0\)\(sort:\)](https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsreaktioner/Paatale?searchString=&facets=()&options=(take:20)(skip:0)(sort:))

- Forside: Egen tilvirkning - baseret på Den Offentlige. (2020, maj 5). *DF og K: Alle skal give hånd for at få statsborgerskab*. Retrieved from Denoffentlige.dk:
<https://www.denoffentlige.dk/df-og-k-alle-skal-give-haand-faa-statsborgerskab?fbclid=IwAR0B6VbWqtUTIweGI0cv32cgGQ3pTtCUNJAEa0reOFpXxMoKW6GEkhkufg0>
- FSR. (2019a, januar). *Finansiering hos SMV'er*. Retrieved from FSR:
<https://www.fsr.dk/Files/Files/Dokumenter/Politik%20og%20analyser/Analyser/2019/Finansiering%20%20analyse%20FINAL.pdf>
- FSR. (2019b, april). *Alternativ finansiering*. Retrieved from FSR:
<https://www.fsr.dk/Files/Files/Dokumenter/Politik%20og%20analyser/Analyser/2019/Alternativ%20finansiering%20%20analyse%20FINAL.pdf>
- Globalis. (2020, februar 26). *Sverige*. Retrieved from Globalis:
https://www.globalis.dk/Lande/sverige?fbclid=IwAR3-cv1fgj_9VCLkmBb-b-D0t0HtUXhv9EMn80luTLNVsbFzTon5QQo1Rrg
- Hansen, K. (2017). *Økonomisk Metode 1. udgave 1. oplæg*. København: Hans Reitzels Forlag.
- Henrik Kure, p. a. (2020, april 16). *Kapitalmarkedsløven, notat*. Retrieved from Karnow Group: https://pro-karnovgroup.dk.zorac.aub.aau.dk/document/7000850230/1#LBKG2020377_KAP1
- Hypefactors A/S. (2018, august 13). *Investorinformation: Virksomhedsbeskrivelse*. Retrieved from Hypefactors A/S: https://hypefactors.com/wp-content/uploads/2018/08/virksomhedsbeskrivelse_online.pdf
- Johnsen, M. (2006, maj 16). *OMX lancerer det alternative marked First North i Sverige*. Retrieved from Berlingske :
<https://www.berlingske.dk/oekonomi/omx-lancerer-det-alternative-marked-first-north-i-sverige>
- Johnsen, M. (2008, februar 13). *Tilliden til minibørsen First North smuldrer*. Retrieved from Berlingske.dk: <https://www.berlingske.dk/aktier/tilliden-til-miniboersen-first-north-smuldrer>
- Jungmann, R. L. (2008, februar 13). *Tilliden til First North forsvinder*. Retrieved from Finans.dk: <https://finans.dk/artikel/ECE3989666/Tilliden-til-First-North-forsvinder/?ctxref=ext>

Karnov Group Denmark A/S. (2020a, april 25). *Konsolideret udgave af Traktaten om Den Europæiske Union*. Retrieved from Karnov Group: <https://pro-karnovgroup-dk.zorac.aub.aau.dk/document/7000540925/1>

Karnov Group Denmark A/S. (2020b, april 25). *Konsolideret udgave af Traktaten om Den Europæiske Unions Funktionsmåde*. Retrieved from Karnov Group: https://pro-karnovgroup-dk.zorac.aub.aau.dk/document/7000540817/1#TEUF-KONSOL2012_20131104093519_1

Komitéen for god selskabsledelse. (2017, november 23). *Gældende anbefalinger for god selskabsledelse*. Retrieved from Coporate Governance: <https://corporategovernance.dk/gældende-anbefalinger-god-selskabsledelse>

Lando, O. B. (2020, maj 4). *Præambel*. Retrieved from Den Store Danske, Gyldendal.: <http://denstoredanske.dk/index.php?sideId=146247>

Munk-Hansen, C. (2018). *Retsvidenskabsteori 2. udgave*. København K: Djøf Forlag.

Nasdaq . (2017, januar 01). *Afgørelser og udtalelser 2016*. Retrieved from Nasdaq : <https://www.nasdaq.com/docs/Nasdaq%20Københavns%20Afgørelser%20og%20Udtalelser%20i%202016.pdf>

Nasdaq . (2019b, september 01). *Rules and regulations, First North*. Retrieved from Nasdaq: <https://www.nasdaq.com/solutions/rules-regulations-first-north-mtf-rules>

Nasdaq . (2020e, april 28). *Copenhagens Disciplinary Processes*. Retrieved from Nasdaqs : <https://www.nasdaq.com/solutions/copenhagen-disciplinary-processes>

Nasdaq . (2020f, april 7). *Solutions*. Retrieved from Nasdaq: <https://www.nasdaq.com/solutions/nasdaq-first-north-growth-market>

Nasdaq . (2020i, april 28). *Stockholm Disciplinary Processes*. Retrieved from Nasdaqs : <https://www.nasdaq.com/solutions/stockholm-disciplinary-processes>

Nasdaq . (2020k, april 29). *Nasdaq Surveillance Listing Review*. Retrieved from Nasdaq: <https://www.nasdaq.com/solutions/european-surveillance-listing-review>

- Nasdaq. (2010a, januar 01). *Afgørelser og udtalelser 2009*. Retrieved from Nasdaq:
<https://www.nasdaq.com/docs/Nasdaq%20Københavns%20Afgørelser%20og%20Udtalelser%20i%202009.pdf>
- Nasdaq. (2010b, juni 08). *Selskabsmeddelelse vedrørende HIO Property Invest A/S*. Retrieved from Globenewswire: <https://www.globenewswire.com/fr/news-release/2010/03/30/161453/0/da/HIO-Property-Invest-A-S-fortsat-placering-på-observationslisten.html>
- Nasdaq. (2019a, januar 01). *Afgørelser og udtalelser 2018*. Retrieved from Nasdaq:
<https://www.nasdaq.com/docs/Nasdaq%20Københavns%20Afgørelser%20og%20Udtalelser%20i%202018.pdf>
- Nasdaq. (2020a, januar 01). *Prisliste for udstedere*. Retrieved from Nasdaq:
<https://www.nasdaq.com/solutions/nasdaq-first-north-growth-market>
- Nasdaq. (2020b, april 7). *Om os*. Retrieved from Nasdaq OMX Nordic :
<http://www.nasdaqomxnordic.com/omos?languageId=5>
- Nasdaq. (2020c, januar 01). *Certified Advisor*. Retrieved from Nasdaq:
<https://www.nasdaq.com/solutions/nasdaq-certified-advisers>
- Nasdaq. (2020g, maj 01). *Regelbog for udstedere på det regulerede marked*. Retrieved from Nasdaq: <https://www.nasdaq.com/solutions/rules-regulations-copenhagen>
- Nasdaq. (2020h, maj 15). *Aktier*. Retrieved from Nasdaq OMX Nordic:
<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier>
- Nasdaq. (2020j, april 28). *European Surveillance*. Retrieved from Nasdaq:
<https://www.nasdaq.com/solutions/european-surveillance>
- Nicolai, S. (2020, april 01). Hvad er forskellen på det regulerede marked og en multilateral handelsfacilitet? *dinSjura*.
- Nielsen, C. D. (2017). *Retskilder og retsteorier 5. reviderede udgave, 1. oplag*. København K: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Pedersen, S. (2010, juni 20). *Nanocover svækker tilliden til First North*. Retrieved from Børsen: <https://penge.borsen.dk/nyheder/penge/nanocover-svaekker-tilliden-til-first-north-678ix>

- PWC Danmark. (2019, september 19). *ESMA arbejder på opdaterede krav til compliancefunktionen*. Retrieved from PWC:
<https://www.pwc.dk/da/artikler/2019/09/esma-arbejder-paa-opdaterede-krav-til-compliancefunktionen.html>
- Schaumburg-Müller, P., & Werlauff, E. (2019). *Børs- og Kapitalmarkedsret 6. udgave 1. oplag*. København K: Djøf Forlag.
- Sornn-Frise, H. (2007). *Hvad er en virksomhed - Erhvervsøkonomisk teori og analyse 1. udgave*. Frederiksberg C: Samfundslitteratur .
- Spotlight . (2019, august 21). *Spotlight Stock Market regulations*. Retrieved from Spotlight : https://www.spotlightstockmarket.com/media/6263/spotlights-regulations_changes_190810.pdf
- Spotlight. (2020a, april 8). *About Spotlight*. Retrieved from Spotlight:
<https://www.spotlightstockmarket.com/dk/about-spotlight/corporate-group/>
- Trzaskowski, T. R. (2013). *Skriftlig jura - den juridiske frem stilling, 1. udgave, 1. oplag* . København K: Ex Tuto Publishing A/S.
- Werlauff, E. (2016). *Selskabsret, 10. udgave*. København: Karnov Group.
- Werlauff, E. (2020, april 26). Ejerforhold, ledelse og fortrolighed. *Powerpoint til e-forelæsning - Finansielle virksomheder*. Aalborg.
- Werlauff, E. (2020, marts 27). Prospekt, oplysningsforpligtelser. *Powerpoint til e-forelæsning - Kapitalmarkedets virksomheder*. Aalborg.
- Werlauff, E. (2020, maj 11). Tilsyn, sanktioner og klage. *Powerpoint til e-forelæsning - Kapitalmarkedets virksomheder*. Aalborg.
- Werlauff, L. L. (2016). *Den Juridiske metode - en introduktion 2. udgave*. København K: Jurist- og Økonomiforbundets Forlag.

Figuroversigt

Figur 1: Antal noteringer i Danmark sammenlignet med Sverige. Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af (Nasdaq, 2020h).	10
Figur 2: Aktørerne, der opretholder tilliden til First North. Kilde: Egen tilvirkning.	16
Figur 3: Optagelsesprocessen vedrørende udstedere på First North. Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i (Nasdaq , 2019b, s. 5)	41
Figur 4: Prospekt/virksomhedsbeskrivelse efter prospektforordningens ikrafttrædelse. Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i bilag 1.	59
Figur 5: Oversigt over den certificerede rådgivers rolle på First North. Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i (Nasdaq , 2019b, s. 27-28).	78
Figur 6: Tilsyns- og disciplinærprocessen på First North. Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i (Nasdaq , 2020e).	90
Figur 7:Infrastrukturen vedrørende First North. Kilde: Egen tilvirkning.	117
Figur 8: Relationen mellem udsteder, operatør og rådgiver. Kilde: Egen tilvirkning – ud fra teorien i metodeafsnittet.....	119
Figur 9: Agent-principal-forhold mellem overvågningsafdelingen og operatøren. Kilde: Egen tilvirkning – ud fra teorien i metodeafsnittet.....	121
Figur 10: Agent-principal-forhold mellem direktionen og ledelsen. Kilde: Egen tilvirkning – ud fra teorien i metodeafsnittet.....	123
Figur 11: Forhold mellem operatøren, offentligheden og Finanstilsynet/Erhvervsstyrelsen. Kilde: Egen tilvirkning – ud fra teorien i metodeafsnittet.	126
Figur 12: Præstationskløften mellem Nasdaq Copenhagen A/S og offentligheden. Kilde: Egen tilvirkning – ud fra teorien i metodeafsnittet.....	128
Figur 13: Rimelighedskløften mellem First North og offentligheden. Kilde: Egen tilvirkning – ud fra teorien i metodeafsnittet.....	133
Figur 14: Præstationskløften mellem udstedere og offentligheden. Kilde: Egen tilvirkning – ud fra teorien i metodeafsnittet.....	135

Tabeloversigt

Tabel 1: Forskel på befolkningstal og antal af noteringer i Danmark og Sverige. Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i (Danmarks Statistik , 2020) (Globalis, 2020). ...11

Tabel 2: Gebyrliste vedrørende udstedere på First North. Kilde: (Nasdaq, 2020a)54

Tabel 3: Oversigt over hvad udstederens virksomhedsbeskrivelse skal indeholde.
Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i (Nasdaq , 2019b, s. 11-13)62

Tabel 4: Oversigt over kravene til certificerede rådgivere. Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i (Nasdaq , 2019b, s. 26).71

Bilag 1 – Prospekt/Virksomhedsbeskrivelse

I nedenstående tabel gælder følgende forudsætninger.

Ja = 1

Nej = 0

Disse forudsætninger er opsat med det formål at gøre dataene mere brugbare i relation til opstilling af figur 4.

Selskabsnavn	Prospekt	Virksomhedsbeskrivelse	Prospekt	Virksomhedsbeskrivelse
Astralis Group A/S	Ja	Nej	1	0
Danish Aerospace Company A/S	Nej	Ja	0	1
Hypefactors A/S	Nej	Ja	0	1
Konsolidator A/S	Nej	Ja	0	1
Scape Technologies A/S	Nej	Ja	0	1
Seluxit A/S	Nej	Ja	0	1
Waturu Holding A/S	Nej	Ja	0	1
I alt			1	6

	Prospekt	Virksomhedsbeskrivelse
Antal noteringer	1	6

Kilde på selskabernes prospekt/virksomhedsbeskrivelse fremgår nedenfor:

Astralis – Prospekt dateret d. 13/11-2019:

<https://nyemission.dk/wp-content/uploads/Astralis-Group-Prospekt.pdf>

Danish Aerospace Company A/S – Virksomhedsbeskrivelse dateret d. 7/5-2019:

https://www.danishaerospace.com/images/docs/DAC_Virksomhedsbeskrivelse_af_7maj_2019.pdf

Hypefactors A/S – Virksomhedsbeskrivelse dateret d. 13/8-2018:

https://hypefactors.com/wp-content/uploads/2018/08/virksomhedsbeskrivelse_online.pdf

Konsolidator A/S – Virksomhedsbeskrivelse dateret d. 23/9-2019:

https://konsolidator.com/wp-content/uploads/Konsolidator_Virksomhedsbeskrivelse.pdf

Scape Technologies A/S – Virksomhedsbeskrivelse dateret d. 6/11-2018:

<https://www.scapetechnologies.com/sites/default/files/2019-10/Scape%20Technologies%20Company%20Description.pdf>

Seluxit A/S – Virksomhedsbeskrivelse dateret d. 18/10-2018:

<https://www.seluxit.com/wp-content/uploads/2018/10/Seluxit-Virksomhedsbeskrivelse-2018-10-18.pdf>

Waturu Holding A/S – Virksomhedsbeskrivelse dateret d. 26/4-2019:

https://static1.squarespace.com/static/5c66ad24d86cc979a0aa5673/t/5cc2c23561edc00016df825/1556267657303/Waturu+Holding_Company+Description.pdf

Bilag 2 – Spørgeskema til udstedere på First North Copenhagen

Mail

Hej

Vi er to kandidatstuderende på Aalborg Universitet (cand.merc.aud-uddannelsen), som skriver speciale omkring det danske børsmarked. I den forbindelse håber vi, at I har tid og lyst til at besvare nogle hurtige og enkle spørgsmål vedrørende First North. Spørgsmålene fremgår nederst i mailen.

Jeres besvarelse vil blive behandlet fortroligt og jeres selskabsnavn vil under ingen omstændigheder fremgå i afhandlingen.

På forhånd tak.

Med venlig hilsen

Poul Erik og Steffen

Spørgsmål:

Generelt:

- 1) Hvilke overvejelser gjorde i jer før noteringen på First North?
 - 2) Hvad tænkte i om First North inden i blev noteret?
 - 3) Hvad tænker i om First North nu – efter noteringen?
 - 4) I hvor høj grad har noteringen levet op til jeres forventninger? - Begrund gerne.
 - 5) Mener i at kvaliteten af de øvrige noterede selskaber på den danske First North er tilstrækkelig høj? – Begrund gerne.
 - 6) Hvad mener i om operatøren af First North?
 - 7) I hvor høj grad er i tilfreds med driften af First North? - Begrund gerne.
 - 8) Havde i overvejelser om notering i Sverige inden den danske notering?
- I tilfælde af ja, hvorfor tilvalgte i det danske marked fremfor det svenske?

Rådgivning:

Som I sikkert ved, er der krav om, at man skal have tilknyttet en certificeret rådgiver, som blandt andet skal hjælpe med, at regelsættet og lovgivningen efterleves.

9) Hvem stod/står for denne rådgivning?

10) Havde/har i indflydelse på valget af rådgiver?

11) Hvor ofte har i kontakt med rådgiveren, og hvad vedrører denne kontakt typisk?

12) I hvor høj grad er i tilfredse med den rådgivning i har modtaget i forbindelse med noteringen og efterfølgende? – Begrund gerne.

Tillid:

13) Hvordan vurderer i at tilliden til First North er fra omverdenen?

14) Mener i at denne tillid er rimelig? – Begrund gerne.

15) Har i eventuelt bud på hvordan tilliden kan styrkes?

Tilsyn:

16) Hvor ofte og hvordan fører operatøren tilsyn af, om I overholder gældende regler og lovgivning, og i øvrigt er egnet til at være optaget til handel?

17) Mener i at dette er tilstrækkeligt? - Begrund gerne.

18) Hvad er jeres holdning til det eksterne tilsyn (fx Finanstilsynet eller andre oplysningskilder) af markedspladsen som helhed, samt operatøren?

Andet:

Andre kommentarer – eksempelvis positiv eller negativ feedback vedrørende First North.

Bilag 3 - Spørgeskema til danske udstedere på First North Stockholm og Spotlight

Mail

Hej

Vi er to kandidatstuderende på Aalborg Universitet (cand.merc.aud) der er i gang med at skrive speciale omkring det danske børsmarked. I den forbindelse vil vi høre om i har tid til at svare på nogle hurtige spørgsmål vedrørende minibørser? Spørgsmålene fremgår nederst i mailen.

Jeres besvarelser vil blive behandlet fortroligt og jeres selskabsnavn vil ikke fremgå i afhandlingen

På forhånd tak

Med venlig hilsen

Poul Erik og Steffen

Spørgsmål

Tilpasses til First North Stockholms eller Spotlights udstedere

Generelt:

- 1) Hvilke overvejelser gjorde i jer før noteringen på Spotlight/First North i Sverige?
- 2) Hvad tænkte i om Spotlight/First North inden i blev noteret?
- 3) Hvad tænker i om Spotlight/First North nu – efter noteringen?
- 4) I hvor høj grad har noteringen levet op til jeres forventninger? - Begrund gerne.
- 5) Mener i at kvaliteten af de øvrige noterede selskaber på Spotlight/First North er tilstrækkelig høj? - Begrund gerne.
- 6) Hvad mener i om operatøren af Spotlight/First North?
- 7) I hvor høj grad er i tilfreds med driften af Spotlight/First North? - Begrund gerne.

8) Havde i overvejelser om notering i Danmark inden den svenske notering?

- I tilfælde af ja, tilvalgte i det svenske marked eller fravalgte i det danske? - Begrund gerne.

9) Hvad er efter jeres opfattelse de væsentligste forskelle mellem børsmarkedet i Danmark og Sverige?

Rådgivning:

10) Hvem stod/står for denne rådgivning i forbindelse med jeres børsnotering?

11) Havde/har i indflydelse på valget af rådgiver?

12) Hvor ofte har i kontakt med rådgiveren, og hvad vedrører denne kontakt typisk?

13) I hvor høj grad er i tilfredse med den rådgivning i har modtaget i forbindelse med noteringen og efterfølgende? – Begrund gerne.

Tillid:

14) Hvordan vurderer i tilliden til First North i Danmark fra omverdenen?

- Adskiller dette sig fra, hvorledes i opfatter tilliden til Spotlight/First North Stockholm?

- Begrund gerne.

15) Mener i at denne tillid er rimelig? – Begrund gerne.

16) Har i eventuelt bud på, hvordan tilliden til First North i Danmark kan styrkes?

Tilsyn:

17) Hvor ofte og hvordan fører operatøren tilsyn af, om I overholder gældende regler og lovgivning, og i øvrigt er egnet til at være optaget til handel?

18) Mener i at dette er tilstrækkeligt? - Begrund gerne.

19) Hvad er jeres holdning til det eksterne tilsyn og overvågning (fx Finansinspektionen eller andre oplysningskilder) af markedspladsen som helhed, samt operatøren?

Andet:

Andre kommentarer – eksempelvis positiv eller negativ feedback vedrørende Spotlight/First North.

Bilag 4 - Besvarelse 1 fra udsteder på First North Copenhagen

Besvarelse af Kommunikations- og HR-chef

*"Det var mange spørgsmål, som jeg desværre ikke kan svare på alle sammen. Virksomhed x blev noteret for over 10 år siden på First North og på daværende tidspunkt var det ikke noget jeg havde med at gøre, så de første 8 spørgsmål kan jeg ikke hjælpe med." - Citat: Anonym medarbejder i virksomhed x. I tillæg til følgende besvarelse – **Bemærkning:** rettet for anonymitet*

Generelt:

1) Hvilke overvejelser gjorde i jer før noteringen på First North?

" ... "

2) Hvad tænkte i om First North inden i blev noteret?

" ... "

3) Hvad tænker i om First North nu – efter noteringen?

" ... "

4) I hvor høj grad har noteringen levet op til jeres forventninger? - Begrund gerne.

" ... "

5) Mener i at kvaliteten af de øvrige noterede selskaber på den danske First North er tilstrækkelig høj? - Begrund gerne.

" ... "

6) Hvad mener i om operatøren af First North?

" ... "

7) I hvor høj grad er i tilfreds med driften af First North? - Begrund gerne.

" ... "

8) Havde i overvejelser om notering i Sverige inden den danske notering?

- I tilfælde af ja, hvorfor tilvalgte i det danske marked fremfor det svenske?

"..."

Rådgivning:

9) Hvem stod/står for denne rådgivning?

"Certified Advizer"

10) Havde/har i indflydelse på valget af rådgiver?

"Ja"

11) Hvor ofte har i kontakt med rådgiveren, og hvad vedrører denne kontakt typisk?

"Hver gang vi sender en meddelelse til markedet skal den godkendes af rådgiveren først"

12) I hvor høj grad er i tilfredse med den rådgivning i har modtaget i forbindelse med noteringen og efterfølgende? – Begrund gerne.

"Rådgiveren er vi forpligtet til at have. Vores erfaringer er, at rådgiveren ikke ved mere end vi selv gør om MAR og den øvrige lovgivning, vi er underlagt. I tvivlstilfælde er vi derfor nødt til at kontakte vores advokatfirma og bede en af deres folk med kompetencer inden for området rådgive os."

Tillid:

13) Hvordan vurderer i at tilliden til First North er fra omverdenen?

"Efter at selskaberne på First Norths riskovurdering er blevet den samme som selskaber noteret på et reguleret marked, oplever vi ingen problemer med tilliden."

14) Mener i at denne tillid er rimelig? – Begrund gerne.

"Ja, vi er i store træk underlagt de samme børsregler (MAR). Den væsentligste forskel er kravene til regnskabspraksis, men selskabets regnskab er udarbejdet efter IFRS."

15) Har i eventuelt bud på, hvordan tilliden kan styrkes?

"..."

Tilsyn:

16) Hvor ofte og hvordan fører operatøren tilsyn af, om I overholder gældende regler og lovgivning, og i øvrigt er egnet til at være optaget til handel?

"Jeg går ud fra at du med operatøren mener, Nasdaq København. De fører tilsyn i henhold til reglerne i MAR og vi har en god dialog med dem."

17) Mener i at dette er tilstrækkeligt? - Begrund gerne.

"Ja og nej."

18) Hvad er jeres holdning til det eksterne tilsyn (fx Finanstilsynet eller andre oplysningskilder) af markedspladsen som helhed, samt operatøren?

"Udmærket, markedet får samme informationer som et selskab noteret på et reguleret marked. Du kan handle vores selskab i bankernes netbank-system. Kun avisernes børslistes lader noget tilbage at ønske."

Andet:

Andre kommentarer – eksempelvis positiv eller negativ feedback vedrørende First North.

"Vi syntes de burde arbejde mere for at forbedre vilkårene, men det går de også gerne i dialog om. Det var i samarbejde med Nasdaq København, at virksomhed x fik ændret loven vedr. risikovurdering (Trafiklysene)." – Bemærkning: rettet for anonymitet

"Et problem, vi oplever, er at kunne vurdere omsætningen i aktien. Da rigtig meget handel i vores aktie foregår OTC og derfor ikke registreres i Nasdaqs system, ved vi ikke hvor stor omsætning, der er i vores aktie. Det vil vi gerne have ændret og mener, at Nasdaq København First North bør arbejde for at det kan ske."

"Vi mener, at når kravene til oplysningsforpligtelsen er den samme som ved det regulerede marked bør den samme beskyttelse i form af regulering ved fx overtagelsestilbud gælde. Det gør den ikke i dag, hvilket er uheldigt for både aktionærer, selskabet og markedet. Det er Nasdaq København, First North opmærksom på."

Bilag 5 - Besvarelse 2 - Konsolidator A/S – noteret på First North Copenhagen

Del 1 – Besvarelse af Claus Finderup Grove – CEO Konsolidator A/S

Generelt:

1) Hvilke overvejelser gjorde i jer før noteringen på First North?

"VI så på kapital fonde, business angels, lån og en børsnotering. Grundet det "brand" som NASDAQ står for samt den markedsføringsplatform som NASDAQ er, valgte vi First North. Vi kunne også på den måde sælge færre aktier, og dermed blive mindre udvandet"

2) Hvad tænkte i om First North inden i blev noteret?

"First North var udskældt i den periode hvor vi var i overvejjelses fasen. Der var netop kommet flere virksomheder på Børsen som ikke fik en god start, og NASDAQ fik negativ omtale for at tage virksomheder ombord der ikke var klar. Til trods dette mente vi at First North var den optimale platform for os"

3) Hvad tænker i om First North nu – efter noteringen?

"Det er det helt rigtigt for os. Vi er blevet taget godt imod. Kommunikationen med investorerne kører seriøst og sagligt. Vores potentielle kunder er CFO'er og Regnskabsansvarlige, så de forstår børsmarkedet, og det brander vores produkt godt"

4) I hvor høj grad har noteringen levet op til jeres forventninger? - Begrund gerne.

"Det har levet op til alle vores forventninger. Vi havde håbet på at få en seriøs behandling af investorerne og vi havde håbet på at potentielle kunder ville læse om os på NASDAQ. Det gør de, og også internationalt er NASDAQ et stærkt brand, som potentielle kunder og partnere forstår. Et stærkt kvalitetsstempel for os"

5) Mener i at kvaliteten af de øvrige noterede selskaber på den danske First North er tilstrækkelig høj? – Begrund gerne.

"Det har jeg ikke nogen holdning til. Det kender jeg ikke de andre virksomheders godt nok til. Og min mening er ikke bedre end Jeres"

6) Hvad mener i om operatøren af First North?

"NASDAQ gør det fantastisk. De er professionelle og de har fundet balancen mellem det at medlemmerne skal overholde et vist niveau men har også en forståelse for at vi ikke er Novo Nordisk"

7) I hvor høj grad er i tilfreds med driften af First North? - Begrund gerne.

"Vi har ikke rigtigt noget anet at sammenligne med men det kører godt. Deres kommunikationsplatform, hvor vi uploader selskabs- og pressemeddelelser fungerer godt. Og har vi spørgsmål ved vi hvor vi skal adressere dem."

8) Havde i overvejelser om notering i Sverige inden den danske notering? - I tilfælde af ja, hvorfor tilvalgte i det danske marked fremfor det svenske?

"Ja, men vi ville have NASDAQ brandet samt er det lettere for en lille virksomhed at kommunikere med potentielle investorer der er tæt på fremfor at skulle kommunikere i Stockholm"

Rådgivning:

9) Hvem stod/står for denne rådgivning?

"Ved noteringen var det Kapital Partners, og siden er vi skiftet til EY"

10) Havde/har i indflydelse på valget af rådgiver?

"Ja, vi valgte selv"

11) Hvor ofte har i kontakt med rådgiveren, og hvad vedrører denne kontakt typisk?

"Dagligt eller næsten dagligt i perioden op til noteringen. Efter er det kun omkring selskabsmeddelelser. Os der har grundlagt Konsolidator har en baggrund som revisor og CFO, så vi har lidt kendskab til oplysningspligt så det er mere rådgivning om indholdet af selskabsmeddelelser at vi sparer med vores certified advisor"

12) I hvor høj grad er i tilfredse med den rådgivning i har modtaget i forbindelse med noteringen og efterfølgende? - Begrund gerne.

"Vores kemi var ikke god med Kapital Partners, hvorfor vi har skiftet til EY. Samarbejdet med EY kører rigtig godt"

Tillid:

13) Hvordan vurderer i at tilliden til First North er fra omverdenen?

"Retail investorerne kan godt li' den. De professionelle investorer er lidt mere skeptiske men det ser ud til at de selskaber der klarer sig godt bliver spottet af de professionelle. Vi kan se at der er en større og større interesse for Konsolidator i takt med at vi har været på i længere tid, og at vi generelt klarer os godt. Så kommer der naturligt et større interesse fra de professionelle investorer og retail investorerne forbliver interesseret"

14) Mener i at denne tillid er rimelig? – Begrund gerne.

"Ja, men med historikken på nogen af de virksomheder der har oplevet store kursfald forstår jeg også godt at de professionelle er mere skeptiske"

15) Har i eventuelt bud på, hvordan tilliden kan styrkes?

"Tid samt flere virksomheder, der klarer sig godt. Og så måske et indeks som kunne handles hvor man kan måle de bedre performene imod de mindre gode performene"

Del 2 – Besvarelse fra Jack Skov – CFO Konsolidator A/S

Tilsyn:

16) Hvor ofte og hvordan fører operatøren tilsyn af, om I overholder gældende regler og lovgivning, og i øvrigt er egnet til at være optaget til handel?

"Det ved jeg faktisk ikke. som jeg forstår føres tilsyn fra Nasdaq hele tiden. Jeg har bemærket at der skrives ud i markedet hvis aktien er meget volatil. Herudover så har vi modtaget mail pba. En meddelelse vi har sendt ud så der bliver ført tilsyn. Vi ser det mere som et samarbejde end tilsyn. Vi taler med Nasdaq, når vi er i tvivl om forhold således at til enhver tid overholder gældende regler og lovgivning"

17) Mener i at dette er tilstrækkeligt? - Begrund gerne.

"Det ved jeg ikke. Men fornemmer at de holder godt tilsyn."

18) Hvad er jeres holdning til det eksterne tilsyn (fx Finanstilsynet eller andre oplysningskilder) af markedspladsen som helhed, samt operatøren?

"ingen holdning."

Andet:

Andre kommentarer – eksempelvis positiv eller negativ feedback vedrørende First North.

"Vi har absolut været glade for den eksponering vi har fået på First North. Vi synes det har været et rigtig godt match for Konsolidator."

Bilag 6 – Besvarelse 3 fra udsteder på First North Copenhagen

Besvarelse af Adm. Direktør

Generelt:

1) Hvilke overvejelser gjorde i jer før noteringen på First North?

"Vi tænkte det kunne være god reklame for virksomhed x. Vi havde det problem at folk så os som et lille firma sammenlignet med x,x,x, der var ejet af nogle store virksomheder. Børsnoteringen var en god måde at vise, at vi var lige så store som de andre. Derudover ville vi give medarbejderne mulighed for at sælge deres medarbejderaktier og evt. udstede aktier for at opkøbe andre selskaber." – Bemærkning: rettet for anonymitet

2) Hvad tænkte i om First North inden i blev noteret?

"Vi tænkte at det kunne udvikle sig til en god markedsplads."

3) Hvad tænker i om First North nu – efter noteringen?

"Det har i højere grad udviklet sig til en markedsplads for nogle meget små selskaber."

4) I hvor høj grad har noteringen levet op til jeres forventninger? - Begrund gerne.

"Vi har fået det ud af det, som vi gerne ville: kundernes, konkurrenternes og pressens holdning ændrede sig fra den ene dag til den anden da vi blev børsnoterede, så det var medvirkende til at vi i dag har den position som vi har. Men vi har måske ikke så meget brug for børsnoteringen længere, det er en ret avanceret handelsplads for medarbejderaktier."

5) Mener i at kvaliteten af de øvrige noterede selskaber på den danske First North er tilstrækkelig høj? - Begrund gerne.

"Man har valgt at børsnotere nogle meget små selskaber, som endnu ikke tjener penge og måske ikke er klar til en børsnotering."

6) Hvad mener i om operatøren af First North?

"Jeg er godt tilfreds med Nasdaq, jeg synes de gør et rigtig godt job."

7) I hvor høj grad er i tilfreds med driften af First North? - Begrund gerne.

"Meget tilfreds, platformen fungerer jo perfekt, men det er jo også den samme platform som den rigtige fondsbørs kører på."

8) Havde i overvejelser om notering i Sverige inden den danske notering?

- I tilfælde af ja, hvorfor tilvalgte i det danske marked fremfor det svenske?

"Vi overvejede lidt at flytte til Sverige på et tidspunkt hvor der ikke var gang i First North i Danmark, men det er der jo kommet."

Rådgivning:

9) Hvem stod/står for denne rådgivning?

"Clearwater International"

10) Havde/har i indflydelse på valget af rådgiver?

"Vi fik dem anbefalet af vores revisor og har været meget tilfredse med dem"

11) Hvor ofte har i kontakt med rådgiveren, og hvad vedrører denne kontakt typisk?

"Hver gang vi udsender en fondsbørsmeddelelse eller holder bestyrelsesmøde. De rådgiver os om børsspørgsmål og køb og salg af virksomheder og deltager i bestyrelsen og giver gode råd på lige fod med de øvrige bestyrelsesmedlemmer."

12) I hvor høj grad er i tilfredse med den rådgivning i har modtaget i forbindelse med noteringen og efterfølgende? – Begrund gerne.

"Vi var godt tilfredse med vejledningen i forbindelse med børsnoteringen, men det er først og fremmest den efterfølgende rådgivning, som vi har været meget glade for. Clearwater International har bl.a. været en stor hjælp, ikke mindst i forbindelse med de virksomhedsopkøb, som vi har foretaget."

Tillid:

13) Hvordan vurderer i at tilliden til First North er fra omverdenen?

"Ikke så høj. First North har fået et lidt dårligt rygte."

14) Mener i at denne tillid er rimelig? – Begrund gerne.

"Det er ikke helt urimeligt, der har været nogle selskaber der ikke har klaret sig så godt."

15) Har i eventuelt bud på, hvordan tilliden kan styrkes?

"Vi mangler nogle eksempler på selskaber hvor aktionærerne har tjent mange penge på at investere på First North."

Tilsyn:

16) Hvor ofte og hvordan fører operatøren tilsyn af, om I overholder gældende regler og lovgivning, og i øvrigt er egnet til at være optaget til handel?

"De fører løbende tilsyn, men man hører kun fra dem hvis man selv henvender sig, ellers man gør et eller andet forkert."

17) Mener i at dette er tilstrækkeligt? - Begrund gerne.

"Så, det mener jeg. Derudover holder de kurser, og man kan altid henvende sig og få et godt råd."

18) Hvad er jeres holdning til det eksterne tilsyn (fx Finanstilsynet eller andre oplysningskilder) af markedspladsen som helhed, samt operatøren?

"Vi har aldrig hørt noget fra Finanstilsynet. Vi betaler penge til dem hvert år, men vi ved ikke hvad vi får for disse penge."

Andet:

Andre kommentarer – eksempelvis positiv eller negativ feedback vedrørende First North.

"..."

Bilag 7 – Besvarelse fra udsteder på Spotlight

Besvarelse af Adm. Direktør

Generelt:

1) Hvilke overvejelser gjorde i jer før noteringen på Spotlight i Sverige?

"Børs var et godt alternativ til VC og private penge – derfor gik vi den vej"

2) Hvad tænkte i om Spotlight inden i blev noteret?

"En god mulighed og med et større ejerskab til os selv"

3) Hvad tænker i om Spotlight nu – efter noteringen?

"Opfyldt"

4) I hvor høj grad har noteringen levet op til jeres forventninger? - Begrund gerne.

"Nemt og effektivt"

5) Mener i at kvaliteten af de øvrige noterede selskaber på Spotlight er tilstrækkelig høj? - Begrund gerne.

"I store træk ja – der findes meget "shit" på alle børser"

6) Hvad mener i om operatøren af Spotlight?

"de gør det godt og har forstået at lave noget simpelt hvor man i Danmark har lavet en mere krævende model"

7) I hvor høj grad er i tilfreds med driften af Spotlight? - Begrund gerne.

"Meget tilfreds – gid vi havde det i Danmark"

8) Havde i overvejelser om notering i Danmark inden den svenske notering? - I tilfælde af ja, tilvalgte i det svenske marked eller fravalgte i det danske? - Begrund gerne.

"Ja men valgte sverige pga de mange investorer"

9) Hvad er efter jeres opfattelse de væsentligste forskelle mellem børsmarkedet i Danmark og Sverige?

"I Sverige har man en aktiekultur – det har man ikke i Danmark udover C20"

Rådgivning:

10) Hvem stod/står for denne rådgivning i forbindelse med jeres børsnotering?

"Sedermøra"

11) Havde/har i indflydelse på valget af rådgiver?

"Ja naturligvis"

12) Hvor ofte har i kontakt med rådgiveren, og hvad vedrører denne kontakt typisk?

"1-2 gange ugen"

13) I hvor høj grad er i tilfredse med den rådgivning i har modtaget i forbindelse med noteringen og efterfølgende? – Begrund gerne.

"Meget tilfreds-effektiv og nogenlunde omkostnings ok."

Tillid:

14) Hvordan vurderer i tilliden til First North i Danmark fra omverdenen? - Adskiller dette sig fra, hvorledes i opfatter tilliden til Spotlight? - Begrund gerne.

"For lille – hvilket skyldes for mange selskaber er blevet noteret til for høj en pris"

15) Mener i at denne tillid er rimelig? – Begrund gerne.

"Ja – skyldes dårlige rådgiver som sammen med selskabet har presset prisen for højt op"

16) Har i eventuelt bud på, hvordan tilliden til First North i Danmark kan styrkes?

"Bedre selskaber til realistiske priser – større spredning af investorer"

Tilsyn:

17) Hvor ofte og hvordan fører operatøren tilsyn af, om I overholder gældende regler og lovgivning, og i øvrigt er egnet til at være optaget til handel?

"Every day....."

18) Mener i at dette er tilstrækkeligt? - Begrund gerne.

"MAR regulativer"

19) Hvad er jeres holdning til det eksterne tilsyn og overvågning (fx Finansinspektionen eller andre oplysningskilder) af markedspladsen som helhed, samt operatøren?

"Gode og hjælpsomme"

Andet:

Andre kommentarer – eksempelvis positiv eller negativ feedback vedrørende Spotlight.

"God børs – Sverige 10 år foran Danmark – primært p.g.a. lav skat"