



**AALBORG
UNIVERSITET**

Hvem er den reelle vinder på First North?

Kandidatspeciale, cand.merc.aud

- med specialisering i capital markets

Forfatter: Simon Møller Andersen

Vejleder: Anders Larsen

2022



Titel:

Hvem er den reelle vinder på First North?

Tema:

Den multilaterale handelsfacilitet »Nasdaq First North Growth Market Denmark« er en lempelig substitut til det regulerede børsmarked og et alternativ i forhold til at indhente fremmedfinansiering hos kreditinstitutter. Men bliver de udstedende selskaber lidt for tilgodeset på bekostning af uvidende investorer, som ender med at tabe penge på dårlige forretninger?

Uddannelse:

Kandidat i revision med speciale i kapitalmarkedet
Kandidatafhandling, 30 ECTS
Cand.merc.aud, 4. semester

Projektperiode:

Forår 2022

Afleveringsdato:

7. juni 2022

Forfatter:

Simon Møller Andersen, studienr.: 20173103

Vejleder:

Anders Larsen

Sidetal:

80 (85 i alt)

Antal anslag:

203.904

Normalsider:

84,96

Simon Møller Andersen
sman17@student.aau.dk
Studienr. 20173103

Abstract

Since the financial crisis in 2008, it has been difficult for SMEs to obtain the necessary liquidity to grow through loans from credit institutions. Therefore, the European Parliament and the Council have introduced several regulations to promote the ability of these SMEs, to obtain liquidity through the capital markets. In one of these regulations, namely the MiFID II-directive, a completely new type of marketplace emerged: The SME growth market. This type of marketplace aims to help SMEs that are not yet stock market mature to seek equity rather than debt and thereby easily continue their growth.

An operator of a SME growth market must comply with a longer set of rules than an operator of a standard multilateral trading facility, but still have fewer obligations than an operator of a regulated stock market. When the operator meets these additional provisions for an SME growth market, the operator obtains a stamp of approval in relation to investor protection. The investors can then rely on the fact that investor protection has been raised in this marketplace.

The international market operator Nasdaq changed some of its existing markets to this new type of marketplace on 1st September 2019 and created a total of three SME growth markets: Nasdaq First North Growth Market in Denmark, Sweden, and Finland.

In May 2022, 53 active companies' shares were admitted to trading on the First North marketplace in Denmark. If an investor had invested equally in all offered shares on First North Denmark when they were admitted to the marketplace, it would have given the investor a negative return of 35% to this date. Of all 53 offered shares, only 5 would have given the investor a positive return since the listing on First North Denmark. This opens the obvious question: How can the market be approval stamped in relation to investor protection when the marketplace gives a negative return on the invested capital on average?

Of course, there can be no equation between investor protection and a positive return, as there are many factors that affect the return. But how can investors' expectations be so high from the start, then steadily declining, reflected by the constant falling stock prices, if investors are informed correctly? This master's thesis aims to analyze this problem and find out if there are threats to the general investor protection in these SME growth markets. At the same time, the project wants to point out why the investors at First North Denmark are losing money, and how this can be solved through future measures with contributions from the auditor's work.

Indholdsfortegnelse

Kapitel 1: Introduktion	1
1.1. Indledning.....	1
1.2. Problemfelt.....	3
1.3. Problemformulering	8
1.4. Metode	9
1.4.1. Data og retskilder	10
1.5. Børs- og kapitalmarkedsret	12
1.6. Markedskursen	12
1.7. Investorbeskyttelse	14
Kapitel 2: Hvad er "First North"?	15
2.1. Multilateral handelsfacilitet	15
2.1.1. SMV-vækstmarked.....	17
2.2. Operatøren af en MHF.....	17
2.3. Formålet med optagelse på First North	21
2.3.1. Selskabs- og selskabsskatteretlige iagttagelser.....	22
2.4. Hvad er så First North?	24
Kapitel 3: Er First North overhovedet mislykket?.....	27
3.1. Fra investorernes synspunkt.....	27
3.2. Fra de udstedende selskabers synspunkt.....	27
3.3. Fra Nasdaq Copenhagens synspunkt.....	32
3.4. Hvordan måles First Norths succes?	35
3.4.1. First Norths succes efter forordningens forskrifter	36
Kapitel 4: Udgør First North en trussel mod investorbeskyttelsen?	43
4.1. Krav for optagelse på First North.....	43
4.1.1. Nasdaq First Norths Rulebook.....	43
4.1.2. Certified Advisor	45
4.1.3. Prospekt eller virksomhedsbeskrivelse.....	45
4.2. Supplerende krav for et SMV-Vækstmarked.....	47
4.3. Forskellen mellem et reguleret marked og en MHF	51
4.3.1. Fællestræk mellem markedspladserne	51
4.3.2. Oplysningsforpligtelser for udstederne	53
Kapitel 5: Hvordan skal First North lykkes i fremtiden?	61
5.1. Observationer vedrørende investorbeskyttelsen	61
5.2. Den fremtidige løsning med revisors bidrag	66
5.2.1. Revision af udbudsmateriale.....	66
5.2.2. Proof of business	68
5.3. Nasdaqs egne initiativer juli 2022.....	70
Kapitel 6: Konklusion	72
Litteraturliste	75
Bøger	75

Juridiske dokumenter.....	75
Retskilder.....	76
Domme.....	78
Datakilder	78
Artikler	78
Andre bilag.....	80

Kapitel 1: Introduktion

1.1. Indledning

Det har siden finanskrisen i 2008 været svært for små og mellemstore virksomheder at opnå den fornødne finansiering gennem kredit- og pengeinstitutter, som konsekvens af krisens efterfølgende reguleringer på området. Det har for disse virksomheder betydet, at de ikke har kunne fremskaffe den likviditet, som har været en nødvendighed for at kunne udbygge og vækste deres forretninger, og dermed skabe en succesfuld virksomhed. Af netop denne årsag har politikerne været nødsaget til at skabe andre finansieringsmuligheder for virksomhederne, herunder at gøre det lettere og mere favorabelt at søge egenkapitalfinansiering frem for fremmedfinansiering¹.

Derfor har Europa-Parlamentet og Rådet med direktiv (EU) nr. 65/2014 af 15. maj 2014 (MiFID II-direktivet) skabt et alternativ til de traditionelle banklån, gennem det, som navnlig kaldes for »SMV-vækstmarkeder«. På denne type markedsplads, har virksomheder, der endnu ikke er børsmodne, mulighed for at søge kapital gennem kapitalmarkedet, på næsten samme vilkår som netop børsnoterede virksomheder. Dermed frigøres virksomhederne fra de traditionelle banklån og opnår i stedet en egenkapitalfinansiering fra et bredt spektrum af risikovillige investorer².

I dansk regi er dette SMV-vækstmarked blevet implementeret af den internationale markedsoperatør Nasdaq pr. 1. september 2019, som valgte at kalde markedspladsen for »First North Growth Market Denmark« (herefter First North). Nasdaq har siden 2019 gennem First North markedspladsen bidraget til, at 36 små og mellemstore virksomheder har opnået den ønskede finansiering, hvorefter deres aktier er blevet optaget til handel på markedspladsen. To af disse virksomheder er sågar blevet børsmodne i mellemtiden og har flyttet deres aktier til det regulerede børsmarked³. Men det er langt fra alle, der oplever First North som værende en succes, og Nasdaq har da også fået en helt utrolig kritik af markedspladsen. Hos børsrådgiveren Nordnet, kan artikler som *”Sammenbruddet på First North Danmark nærmer sig”*⁴ læses, og i avisen Børsen findes artikler, der sågar kalder First North for *»Fiasko på fiasko»*⁵.

Årsagen til den megen kritik af markedspladsen er opstået på baggrund af de private investorers manglende afkast. Faktisk har en investering på tværs af alle de optagne selskaber på First North belønnet investorerne med et negativt afkast på 35%, og kun 5 af de i alt 53 selskaber på markedspladsen⁶ har resulteret i et positivt afkast⁷. Langer (2021) udtrykker derfor, at First North er en grov udnyttelse af

¹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *”Børs- og kapitalmarkedsret”*, 6. udgave, 2019, s. 146.

² Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *”Børs- og kapitalmarkedsret”*, 6. udgave, 2019, s. 397.

³ Penneo A/S og GreenMobility A/S.

⁴ Morten W. Langer, *”Sammenbruddet på First North Danmark nærmer sig”*, 2. juni 2021, udgivet af Nordnet.

⁵ Emil Stig Pedersen & Simon Kirketerp, *”Fiasko på fiasko fra nye børsselskaber: Glipper vækstmaal på striben, bløder millioner og store kursfald til aktier – »Det har en snert af bondefangeri«*”, udgivet af Børsen, d. 25. maj 2021.

⁶ Der har siden 2015 været i alt 70 selskaber på markedspladsen, men der er pr. 2. maj 2022 kun 53 selskaber til handel på markedspladsen, pga. afnoteringer, mere herom i afsnit 3.3.

⁷ Dataen findes i bilag 1, *”Dataindsamling udstedere på FN”* under arket *”Selskaber noteret på FN”*.

»uerfarne investorer«, der ikke kræver den risikopræmie, som bør være på markedspladsen⁸. Vækstskaberne værdiansættes alt for højt i deres udbud, og slår sig op på storstilede vækstplaner, og det er netop disse meget ambitiøse vækstplaner, der driver den høje værdiansættelse. Som pointeret af Carsten Tanggaard, forsker i finansielle markeder hos Aarhus Universitet, er samtlige af de vækstmaal, som fremgår af udbudsmaterialet på ingen måde realistiske. Han udtrykker bl.a.: »Jeg synes, der er rigtig meget varm luft i de prospekter, og man kan jo nu se, at de voldsomme vækstambitioner ingen steder har hørt hjemme«⁹.

En af fordelene ved at opnå egenkapitalfinansiering frem for fremmedfinansiering gennem kreditinstitutter er netop, at de »uerfarne investorer« bærer hele risikoen. Derfor kan det også undre, at SMV-vækstmarkedet blev indført som led i det mest omfattende investorbeskyttelsesdirektiv i nyere tid, nemlig MiFID II-direktivet¹⁰. For hvordan kan det være muligt at højne investorbeskyttelsen, samtidig med at uerfarne investorer udnyttes på en markedsplads, som udspringer af selvsamme direktiv?

Denne afhandling har til formål at belyse denne undren fra en nuanceret vinkel, med afsats i de juridiske bestemmelser på området. Udgør markedspladsen First North reelt en trussel mod den investorbeskyttelse som politikerne generelt sigter efter at skabe? Kan udfordringerne på First North markedspladsen løses gennem nye tiltag og foranstaltninger, og i så fald hvordan?

⁸ Morten W. Langer, "Sammenbruddet på First North Danmark nærmer sig", 2. juni 2021, udgivet af Nordnet.

⁹ Emil Stig Pedersen & Simon Kirketerp, "Fiasko på fiasko fra nye børsselskaber: Glipper vækstmaal på strube, bløder millioner og store kursfald til aktier – »Det har en snert af bondefangeri«", 25. maj 2021, udgivet af Børsen.

¹⁰ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 48.

1.2. Problemfelt

Når en virksomhed skal vokse sig større, er det ofte kapitaltungt, specielt hvis det skal gå hurtigt. At opnå det nødvendige kapitalberedskab i den henseende, kan ske på flere forskellige måder. Virksomheden kan enten optage et lån hos et kreditinstitut eller anden långiver, hvormed der opstår et låntager/långiver-forhold. Det indebærer for det første, at der skal betales et løbende afdrag, en rente samt en række finansielle omkostninger ved stiftelsen af lånet. Dernæst indebærer det, at virksomhedens regnskaber vil indeholde en større mængde passiver, tilsvarende den gæld, som er optaget. Til sammen mindsker det virksomhedens soliditet og øger den finansielle gearing, hvilket kan virke negativt overfor kreditorer og fremtidige samarbejdspartnere¹¹.

Modsat forholder det sig, hvis finansieringen sker gennem nytegning af aktier eller anparter. Det kan ske ved, at en enkeltstående investor indskyder kapital, for til gengæld at tegne kapitalandele i virksomheden. Det kan også ske som led i en børsmission, hvor et stort udvalg af investorer får muligheden for at tegne andele i virksomheden, og at der dermed kan hentes utroligt store summer kapital. Når kapitalen tilføres på denne måde, vil den indgå i virksomhedens egenkapital, og i stedet for et løbende afdrag og en rente, vil investorerne forvente enten en kursgevinst eller udbyttebetaling¹². Det vil derfor modsat låntager/långiver situationen betyde, at soliditeten styrkes og den finansielle gearing mindskes. Dermed vil regnskabet kunne virke langt mere positivt overfor kreditorer og fremtidige samarbejdspartnere. Omvendt er kravene for en børsmission langt mere skærpede, hvilket medfører en række større omkostninger at opfylde¹³.

Valget af finansiering skal derfor balanceres på flere momenter. Nedenfor er oplistet fordele og ulemper ved de to finansieringsmetoder.

	FREMMEFINANSIERING Gennem LÅN	NYTEGNING Gennem BØRSEMISSION
Fordele	• Kun meget lidt regulering og stor aftalefrihed • Lave stiftelsesomkostninger kontra børsmission	• Ingen reel risiko, da investorerne påtager sig risikoen for at tabe kapitalen • Kapitalen ender som egenkapital og styrker soliditeten
Ulemper	• Risiko for konkurs hvis lån ikke indfries rettidigt • Gæld kan se negativt ud i regnskab, da det mindsker soliditeten	• Ressourcekrævende at opfylde krav og regulativer • Høje engangsomkostninger

Tabel 1.1: Fordele og ulemper ved henholdsvis fremmedfinansiering gennem lån og nytegning gennem emission. Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Schaumburg-Müller & Werlauff (2019)¹⁴ samt Andersen & Werlauff (2019)¹⁵.

¹¹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 357-358.

¹² Lennart L. Andersen & Erik Werlauff, "Kreditretten", 6. udgave, 2017, s. 56-58.

¹³ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 359-360.

¹⁴ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 357-360.

¹⁵ Lennart L. Andersen & Erik Werlauff, "Kreditretten", 6. udgave, 2017, s. 56-58.

Af ovenstående momenter kan det derfor udledes, at lånefinansiering er fordelagtigt i visse situationer og børsmission i andre. Lånefinansiering vil oftest vælges i tilfælde, hvor der enten er behov for en akut kapitaltilførsel, kun behov for en mindre mængde kapital eller hvor behovet kun er midlertidigt. Børsmissionen vil omvendt være at foretrække, når der er behov for langsigtet kapital og en større mængde kapital.

I og med at risikoen ved børsmission påhviler investorerne, er området reguleret på nogle helt andre områder end den traditionelle lånefinansiering. Dette med formålet om at beskytte investorerne fra at sætte penge i usunde foretagender. Det giver derfor de udstedende selskaber en lang række ressourcekrævende krav, som konstant skal opfyldes, ligesom det er en kostelig affære overhovedet at blive introduceret på børsen i første omgang. Af den årsag findes et midtvejs alternativ, frem for den fulde børsintroduktion på et reguleret marked. Dette alternativ kaldes for en »multilateral handelsfacilitet« (herefter benævnt MHF) og er en markedsplads af samme system som det regulerede marked, men med en række lempelser i regulativerne. På den måde kan handelsfaciliteten være med til at fremme også små og mellemstore virksomheders vækst, gennem tilførslen af langsigtet egenkapital fra investorer, som de ellers ikke vil have haft muligheden for på et reguleret marked, netop pga. de høje krav og store omkostninger¹⁶.

I Danmark findes der en enkelt af MHF, som går under navnet »First North«. First North sigter netop efter at assistere de små og mellemstore virksomheder i at hente kapital fra investorer¹⁷. Handelsfaciliteten har pr. 2. maj 2022 optaget 53 aktive selskabers værdipapirer til handel, hvoraf 52 ud af de 53 noteringer blev fuldt ud tegnet ved første udbud. Faktisk har hele 90% af noteringerne været overtegnet, hvilket afspejler en massiv interesse fra investorernes side, i at investere i aktier på First North. First North må derfor siges at have opfyldt sin opgave i at tilføre kapital til de udstedende selskaber, med stor succes. Det er lykkedes at fuldt tegne næsten hvert eneste udbud og interessen har været større end udbuddet i langt de fleste noteringer. Ofte er udbuddene sågar blevet overtegnet med over 500% og nogle helt op over 1.900%¹⁸.

Denne succes forholder sig komplet omvendt for de investorer, som netop har tilført denne kapital og dermed har håbet på enten kursgevinster eller dividender. En investor, som har investeret i hvert af de 53 selskaber på første handelsdag, vil d. 2. maj 2022 kun have haft et positivt afkast på 6 af de 53 investeringer. Havde investoren omvendt fået samtlige aktier til tegningskurs, vil 11 af de 53 investeringer have båret et afkast med sig¹⁹. Det vurderes dog som værende mest relevant at kigge på kursen for første handelsdag, da næsten samtlige udbud har været overtegnet og de tildelte aktier har været af yderst beskedne størrelser.

I og med, at First North er et vækstmarked og et sted hvor virksomhederne, som udbydes, oftest er i tidlige stadier, er det en selvfølge, at der er tale om en større investeringsrisiko, end på eksempelvis Københavns Fondsbørs, som er det regulerede marked i Danmark. Derfor virker det også naturligt, at langt færre af udbuddene giver et stabilt afkast. Til gengæld bør de udbud, som så ender med at give et af-

¹⁶ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 397.

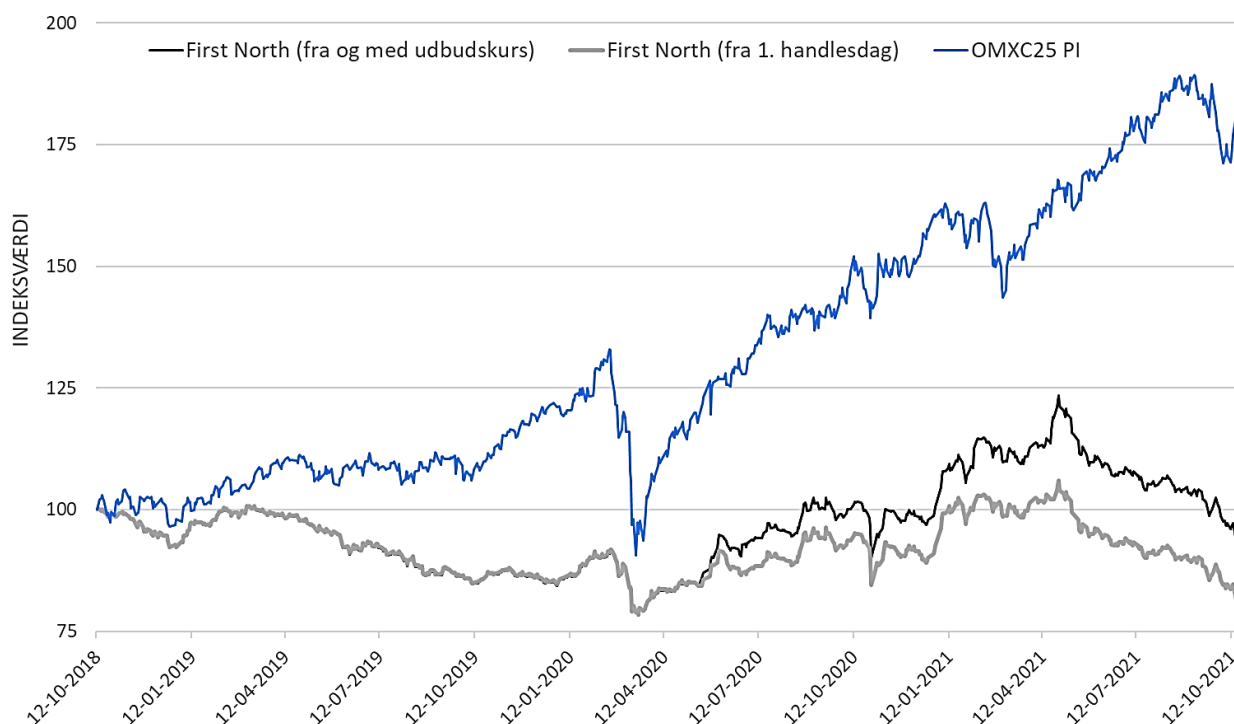
¹⁷ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 131.

¹⁸ Bilag 1, *"Dataindsamling over First North udstedere"*, egen dataindsamling, 2022.

¹⁹ Bilag 1, *"Dataindsamling over First North udstedere"*, egen dataindsamling, 2022.

kast, give et langt større afkast, end de store og solide aktier, som eksempelvis er udbudt på Københavns Fondsbørs, således at afkastet afspejler risikoen. Spørgsmålet er så om det er tilfældet, og det kunne derfor være ideelt at opgøre henholdsvis det danske OMX C25 indeks²⁰ og holde det op imod First North som en indeksbetragtning. Hvis afkastet på First North er mindre end OMX C25, vil det tale imod at investere i de udstedende selskaber på First North. Det vil samtidig også pege på, at den investorbeskyttelse, som burde være på området, måske ikke er til stede i en sådan grad, at den rent faktisk afspejler formålet med de strenge regulativer i forhold til traditionel lånefinansiering.

Investering i First North selskaber versus OMX C25



Figur 1.1: First North som et ligevægtet indeks, med tilføjelse af 29 løbende noteringer i den treårige periode, holdt op mod OMX C25 ud fra en indeksbetragtning. Kilde: Clausen (2021)²¹ med data fra Nasdaq OMX Nordic²².

Ovenstående figur 1.1 viser udviklingen i den samme investering foretaget d. 12. oktober 2018 i henholdsvis OMX C25 indekset og et teoretisk ligevægtet First North indeks. First North har haft sit største antal noteringer nogensinde i perioden, hvorfor der i ovenstående periode er blevet tilføjet hele 29 nye aktier til det teoretiske indeks, som pr. 12. oktober 2021 udgør i alt 44 selskaber. Opgøres afkastet på de to indeks efter den treårige periode, er der en forskel på knap 100%, hvis aktierne på First North er købt på første handelsdag. Isoleret set har investoren altså tabt penge efter tre år, hvis denne udelukkende investerede i et ligevægtet gennemsnit af First North aktier, også selvom de havde været købt til teg-

²⁰ OMX C25 er det danske aktieindeks over de 25 største danske virksomheder, som har aktier noteret på Københavns Fondsbørs og tæller virksomheder som Novo Nordisk.

²¹ Thomas Peter Clausen, "Er First North børsen kollapsede allerede?", Neptoon Invest, 2021.

²² Nasdaq OMX Nordic, "Aktier", database over samtlige aktier på Nasdaqs nordiske markedspladser.

ningskurs. Dette endda til trods for, at perioden dækker over en investeringstid, hvor vækstaktier i særdeleshed er blevet tilgodeset, og dermed burde have outperformat de store værdiaktier i høj grad²³.

Ovenstående virker lettere problematisk for tilliden til de finansielle markeder og aktører i Danmark, og det er netop hovedformålet med den finansielle lovgivning og tilsynsmyndigheden Finanstilsynet, at opretholde denne tillid. Men spejles det i den EU-retlige regulering på børns- og kapitalmarkedsområdet, går ovenstående fra kun at virke lettere problematisk, til også at virke lettere paradoksalt. Markedspladstypen MHF blev nemlig indført i 2004 i kraft af direktivet (EF) nr. 39/2004 af 21. april 2004 (MiFID I-direktivet)²⁴, som i daglig omtale blev benævnt som "Investorbeskyttelsesdirektivet". Formålet med direktivet var da netop også at beskytte investorerne, jf. MiFID I-direktivets præambelbetragtning nr. 2, da der var opstået en hidtil uset stor aktivitet på de finansielle markeder i perioden forinden og i mængden af private investorer²⁵. I 2014 blev MiFID I-direktivet erstattet med direktiv (EU) nr. 65/2014 af 15. maj 2014²⁶ (MiFID II-direktivet) i lyset af finanskrisen i 2008, og har været den mest vidtgående regulering af børns- og kapitalmarkedsretten i EU nogensinde. Formålet med MiFID II-direktivet var overordnet²⁷:

- 1) At sikre en endnu bedre beskyttelse af investorerne, jf. præambelbetragtning nr. 3.
- 2) At skabe langt større gennemsigtighed for investorerne, jf. præambelbetragtning nr. 4.
- 3) At sikre et stabilt indre marked for investeringer og kapitalsøgende virksomheder, jf. præambelbetragtning nr. 132.
- 4) At øge både sikkerheden såvel som effektiviteten på de finansielle markeder, jf. præambelbetragtning nr. 164.

Formålet med MiFID II-direktivet er derfor lidt tvetydigt, og det er her det paradoksale element begynder at opstå. Det ønskes både at tilgodese de virksomheder, der skal bruge kapital for at vækste, samtidig med at der fra politisk side, også er en interesse i at beskytte investorerne endnu mere end MiFID I-direktivet formåede.

Som led i at bidrage til kapitaltilførslen hos mindre virksomheder, og samtidig gøre flere virksomheder uafhængige af banklån set i lyset af finanskrisen, skabtes der det som navnlig hedder »SMV-vækstmarkeder«. Det er en undervariant af MHF'en og det er under dette begreb, at vi finder markedspladsen First North. Formålet med et SMV-vækstmarked er at lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder jf. MiFID II-direktivets præambelbetragtning nr. 132²⁸. Et SMV-vækstmarked kræver en særskilt tilladelse for operatøren, men til gengæld er der en lang række lempelser for de udstedende selskaber på denne type markedsplads. Et SMV-vækstmarked skal derfor tilgodese udstederne,

²³ Peter Voergaard, "Lars Tvede: Der er et kæmpe opbrud i vækstaktierne", EuroInvestor, 2021.

²⁴ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 39/2004/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF

²⁵ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 36.

²⁶ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 65/2014/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU.

²⁷ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 48.

²⁸ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 49.

og samtidig ses som en blåstempling i forhold til investorbeskyttelsen, da operatøren skal undergå flere forskellige krav²⁹. Men spørgsmålet bliver så, om det overhovedet er muligt at gøre det lempeligere at være et udstedende selskab, samtidig med at investorbeskyttelsen højnes? Hvordan skal et SMV-vækstmarkeds succes overhovedet måles, og hvem er den reelle "vinder" af dette nye tiltag med afsæt i First North?

²⁹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 146.

1.3. Problemformulering

Det ovenstående problemfelt belyser en situation, som både er paradoksal men også problematisk for den investorbeskyttelse, som politikerne på tværs af EU har forsøgt at opnå gennem vidtgående direktiver og forordninger. Som revisorkandidatstuderende med speciale i kapitalmarkedet, er det derfor været oplagt at undersøge denne kapitalmarkedsretlige problemstilling og kombinere det med revisors viden og arbejde, for på den måde at finde en fremtidig løsning. Revisors fornemmeste opgave er at være offentlighedens tillidsrepræsentant, jf. revisorlovens³⁰ (RL) § 16, og investorer må i den grad også betragtes som værende den brede offentlighed, specielt med tanke på, at en børsmission også kaldes for et »udbud til offentligheden«.

Det har derfor ført frem til følgende problemformulering:

»Udgør First North en trussel mod den generelle investorbeskyttelse og hvordan kan revisor modvirke denne trussel?«

Formålet med denne afhandling er derfor flersidet, og for at gøre fremstillingen gennemskuelig er formålene her under kort opsummeret i tre trin.

Trin 1:

Hvad er First North og formålet med markedspladsen? Kan det konkluderes at First North er mislykket og for hvem?

Trin 2:

Kan denne væsentlige forskel på afkastet fra det regulerede marked, Københavns Fondsbørs og MHF'en First North, tilskyndes de forskellige investorbeskyttelsesregulativer i børs- og kapitalmarkedsretten, som gælder for henholdsvis regulerede markeder og MHF'er?

Som opfølgning på dette; er der dermed en manglende investorbeskyttelse på MHF og SMV-vækstmarked-området?

Trin 3:

Hvordan kan First North med bidrag fra revisor lykkes for investorerne i fremtiden?

³⁰ Lovbekendtgørelse nr. 25 af 8. januar 2021 om godkendte revisorer og revisionsvirksomheder.

1.4. Metode

Denne afhandling følger de retsdogmatiske principper og denne tilgang, til at undersøge, beskrive og diskutere den aktuelle og gældende ret i Danmark³¹. Med »gældende ret« henvises der til prognoseteorien, der udsprang af retspositivismen og blev teoretiseret af Alf Ross i bogen med titlen »Om ret og retfærdighed«³². Dermed ønsker denne afhandling at besvare problemformuleringen og andre tvivlsspørgsmål med udgangspunkt i, hvordan domstolene vil formodes at dømme disse tvister og spørgsmål i en eventuel retssag i dag. At prognoseteorien er anvendt, betyder derfor i korte træk, at der i afhandlingen stræbes efter at forudsige udfaldet af en hypotetisk dom, i forhold til de spørgsmål, som behandles, og dermed at der arbejdes ud fra den gældende ret³³. Fremstillingen ønsker at undersøge investorbeskyttelsen som den er i dag, og de faldgruber der eventuelt er vedrørende SMV-vækstmarkeder i den nu gældende ret. Af de årsager har det netop været nødvendigt at arbejde ud fra gældende ret.

Når der arbejdes med gældende ret, kræver det en stor opmærksomhed på, den til tider hurtige, forældelse af både retsregler såvel som domspraksis, i og med at der forekommer løbende ændringslove. Det betyder derfor også, at der skal ske en løbende vurdering i forhold til prognoseteorien, om eksempelvis domme afsagt før en ændringslov, stadig kan være sigende om den gældende ret, eller om det blot er blevet en del af retshistorien³⁴.

Gennem en skarp og klar opdeling i afhandlingens indhold, vil det forsøges tydeliggjort hvilke retsregler, som inddrages, hvorfor de inddrages og hvordan de fortolkes. Dermed er ønsket at skabe en form for reliabilitet gennem hele afhandlingen og opbygge en gennemsigtighed i hvorfor undersøgelsen er udarbejdet som den er. Langt størstedelen af retsreglerne i denne fremstilling er fortolket med bidrag fra en række litterære værker, hvorfor der er kildehenvisninger til disse værker, når de har fundet anvendelse til fortolkningen. Hvis retsreglerne er fortolket uden litterære fortolkningsbidrag, vil overvejelserne i denne forbindelse indgå som en del af den enkelte undersøgelse.

Retsøkonomi

Denne afhandling er udarbejdet efter et profitmaksimeringsparadigme, hvormed forventningen til samtlige aktører er, at alle ønsker at opnå den højst mulige profit. Derfor bærer metoden i projektet ikke kun præg af sigtet om gældende ret, men i en næsten lige så høj grad af retsøkonomien. Retsøkonomien anskuer jura, som en række direkte såvel som indirekte incitament, for aktører til at optage en bestemt adfærd. Den grundlæggende tanke er dermed; at regler skaber incitament, og incitament påvirker adfærden³⁵. Med bidrag fra den retsøkonomiske tilgang, bliver det muligt at analysere og dermed forudse konsekvenserne af forskellige retsregler. Retsøkonomien skaber dermed et sæt redskaber, som muliggør en mere nuanceret vurdering af reglers konsekvenser. Det kan dermed ses som en juridisk hjælpedisciplin, der bidrager til et anderledes perspektiv på retten, og kan give en bedre forståelse af komplekse

³¹ Lone L. Hansen & Erik Werlauff, "Den juridiske metode – en introduktion", 2. udgave, 2016, s. 224.

³² Lone L. Hansen & Erik Werlauff, "Den juridiske metode – en introduktion", 2. udgave, 2016, s. 21.

³³ Thomas Riis, Jan Trzaskowski med flere, "Skriftlig Jura – Den juridiske fremstilling", 2. udgave, 2020, s. 6-7.

³⁴ Lone L. Hansen & Erik Werlauff, "Den juridiske metode – en introduktion", 2. udgave, 2016, s. 160.

³⁵ Thomas Riis, Jan Trzaskowski med flere, "Skriftlig Jura – Den juridiske fremstilling", 2. udgave, 2020, s. 183.

samfundsmæssige problemer, ved at belyse de mere generelle sammenhænge. Dernæst kan det bruges i skabelsen af argumenter for specifikke løsninger på retlige problemer. Retsøkonomien kan derfor siges at have en normativ tilgang til problemer, hvilket også er sigtet med denne afhandling³⁶.

1.4.1. Data og retskilder

For at skabe en valid undersøgelse, gennemtræves store mængder data, litteratur og studier, således afhandlingen kan ende ud som et metastudie. I den proces er det samtidig nødvendigt at formå, at holde sig kritisk over for det genstandsfelt, som undersøges, samt at kunne sondere over mekanismerne, der har lagt til grund for undersøgelsens data og resultat. Deraf opstår der en nødvendighed i at blotlægge disse analytiske tanker, og påpege hvor de kommer til udtryk i undersøgelsen, for at gøre denne afhandling så valid og reliabel som muligt. Samtidig bidrager det til den omtalte gennemsigtighed i afsnit 1.4, der øger reliabiliteten af projektet, således at også andre studerende såvel som forskere, kan arbejde videre med resultaterne.

Dataindsamling

Den data, som lægger til grund for størstedelen af analyserne, baserer sig på markedsdata og er indsamlet løbende gennem projektforsløbet. Da markedsdata er i konstant bevægelse, har det være nødvendigt at sætte en skille dato, hvorfra dataindsamlingen fastfryses, hvad angår aktiekurser, markedsværdi, regnskabsdata med videre, som findes i Bilag 1. Denne skille dato er sat til at være d. 2. maj 2022, således at samtlige analyser kunne nå at udfærdiges inden aflevering. Der har i 2022 været en del tumult på de finansielle markeder, og derfor er denne markedsdata allerede væsentlig forældet ved dette projekts afslutning. Denne tumult har ikke påvirket ikke selve resultatet af analyserne.

Ny lovgivning

Størstedelen af alle lovreglerne vedrørende drift, tilladelse og stiftelse af finansielle virksomheder, har siden 2003 været at finde i lov om finansielle virksomheder, der én gang for alle samlede alle de små enkelte særlove, til en stor enkelt lovsamling. Men i kraft af lovforslag 207 af 7. april 2021, blev en ny lov vedtaget med ikrafttræden fra d. 26. juni 2021, nemlig lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter³⁷, der havde til formål at udskille en lang række bestemmelser fra lov om finansiell virksomhed³⁸.

Det har haft den betydning for undersøgelsen, at en del litteratur er blevet forældet på en lang række områder, i form af at paragrafhenvvisninger nu ikke længere passer. Lovteksten er i det store hele uændret, den er blot udskilt til anden særskilt lov med nye paragrafnumre. Litteraturen er derfor stadig anvendt som fortolkningsbidrag, men oversat til nye paragrafhenvvisninger i denne fremstilling.

³⁶ Thomas Riis, Jan Trzaskowski med flere, *"Skriftlig Jura – Den juridiske fremstilling"*, 2. udgave, 2020, s. 185-186.

³⁷ Lov nr. 1155 af 8. juni 2021, "Lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter"

³⁸ LBKG nr. 2497 af 15. december 2021, "Lov om finansiell virksomhed"

First North bliver et SMV-vækstmarked

Kort tid efter at Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff udgav den sjette og nyeste udgave af "Børs- og kapitalmarkedsret", som er en af de primære litterære fortolkningsbidrag i denne afhandling, ændres MiFID II-direktivet i kraft af forordning (EU) nr. 2115/2019 af 27. november 2019, men henblik på at gøre det mere attraktivt at være et "SMV-vækstmarked". I samme ombæring vælger Nasdaq Copenhagen A/S (herefter Nasdaq Copenhagen) at skifte navn på MHF'en First North til nu at hedde First North Growth Market, samtidig med at de søger tilladelsen hos Finanstilsynet, til at blive et SMV-vækstmarked.

Denne nye forordning er ikke indarbejdet i afhandlingens primære kilder, hvorfor den er blevet bearbejdet med andre fortolkningsbidrag, herunder juridiske artikler og dokumenter fra Finanstilsynets database samt dele af Jesper Lau Hansens fortolkninger i "*Kapitalmarkedsloven med kommentarer*" fra 2020. Ud fra de retsdogmatiske principper, som ikke tillægger de litterære kilder en ret høj værdi, er i stedet præambelbetragtningerne formålsfortolket og ordlyden nærlæst i denne forordning. Dermed er fortolkningen af denne nye forordning blevet fuldkommen uden de litterære værker som fortolkningsbidrag.

Succesrige vækstvirksomheder flyttes til main market

Det hænder, at visse selskaber udstedt på First North faktisk opnår en rivende vækstsucces, og formålet med forordning (EU) nr. 2115/2019 af 27. november 2019 er da også at gøre det betydeligt lettere for udstedende selskaber at flytte fra SMV-vækstmarkedet over på det noget større regulerede marked, jf. forordningens præambelbetragtning nr. 15. Det er eksempelvis også tilfældet med selskabet GreenMobility A/S (herefter GreenMobility), som i første omgang blev optaget til handel på First North i medio 2017, men i kraft af den nye regulering skiftede til Nasdaq Copenhagens regulerede marked, Københavns Fondsbørs ultimo 2020³⁹. GreenMobility har da også haft en succesrig vækstrejse målt på omsætning, men knap så succesrig for investorernes afkast, også selvom at aktien nu er noteret på det regulerede marked. GreenMobility er ikke den eneste, som har gjort brug af et skift til det regulerede marked, og det kan derfor have en indirekte effekt på dette projekts dataindsamling og afkastanalyse, hvis ikke udstedere som disse indgår i datasættet. Derfor har det været nødvendigt at gennemgå alle udbud, som har været på First North, og finde frem til de udstedere, som i dag ikke er på markedspladsen. Det har det været, for at skabe en valid undersøgelse, da succeshistorier såvel som konkurser og afnoteringer, også bør indeholdes i datasættet. Dette er lykkedes med assistance fra Nasdaq Europes, som har givet indsigt i en stor mængde First North datasæt. Derfor er validiteten af denne undersøgelse øget væsentligt, og tallene kan ikke sammenlignes med de mere basale analyser, som kan læses i aviser og dagblade.

³⁹ Ritzau Finans, "*Greenmobility har planer om at skifte First North ud med hovedmarkedet*", 7. oktober 2020.

1.5. Børs- og kapitalmarkedsret

For forståelsen af problemfeltet og første trin i bearbejdningen af problemformuleringen, vil en redegørelse af den gældende ret på børs- og kapitalmarkedsområdet være en nødvendighed. Lovgivningen har ændret sig et utal af gange, fra først at være ren national lovgivning, til senere at blive harmoniseret på tværs af EU-medlemslandene gennem EU-direktiver og forordninger. Denne harmonisering havde en tidlig begyndelse, faktisk allerede i 1979, i kraft af Rådets direktiv (EØF) nr. 279/79 af 5. marts 1979. Direktivet var den første unionsretlige retsakt på børsområdet og blev benævnt "betingelsesdirektivet", da det opsatte en række retningslinjer for værdipapirers udbud til handel på en fondsbørs⁴⁰. I de efterfølgende år blev flere direktiver til på området, både hvad angår prospekter, årsrapporter, storaktionærer og tilsyn. I dag findes en stor del af lovgivningen i forordninger, mens den anden del findes i direktiver, som er implementeret i de respektive medlemslandes egen nationale lovgivning. Det betyder derfor også, at den nationale lovgivning ikke længere har en særlig stor betydning for retsområdet, og at lovgivningen ikke udelukkende kan læses i f.eks. Danmarks nationale love. For at behandle en juridisk problemstilling inden for børs- og kapitalmarkedsret, skal der derfor både læses i de nationale love, herunder bl.a. kapitalmarkedsloven og lov om finansiel virksomhed, hvor netop direktiverne er implementeret. Sideløbende med dette skal også relevante forordninger læses, som netop ikke må implementeres i de danske lovtekster⁴¹. Til besvarelsen af denne afhandlings problemformulering, er uddybende litteratur anvendt, til at udbygge forståelsen af de relevante retsakter.

1.6. Markedskursen

Denne undersøgelses omdrejningspunkt er investorenes afkast, som skabes afhængigt af markedskursens bevægelser. Da netop markedskursen derfor spiller så stor en rolle for afkastet, og dermed denne undersøgelses genstandsfelt, vil et sæt relevante informationer, refleksioner og definitioner indledningsvist belyses i dette afsnit.

Markedskursens betydning

Markedskursen har en betydning for juraen, ligesom at juraen har en betydning for markedskursen. Dermed er der et sammenspil mellem markedets egne bevægelser, og juraens påvirkning af markedet. Jurister og revisorer har generelt meget stor respekt for markedskursen, og anser denne som den "korrekte" prisfastsættelse i næsten enhver henseende, da markedsmekanismerne i et velfungerende marked simpelthen er så stærke. Samtidig har domstolene tidligere bevist, at juraen er villig til at gå langt for at sikre, at kursdannelsen sker på et validt grundlag, jf. U 2002.1531 H om en advokats videregivelse af tavshedsbelagte oplysninger om et børsnoteret selskab, var af så stor samfundsmæssig interesse, at dette ikke kunne anses for værende i strid med god advokatskik⁴². EU-domstolen har også flere gange tidligere fundet, at kun markedskursen kan bruges som valid målestok for, hvad en virksomhed egentlig

⁴⁰ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 23-25.

⁴¹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 23.

⁴² Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 751.

er værd, jf. bl.a. EF-Domstolens dom af 24. oktober 1996 i sagerne C-329/93, C-62/95 samt C-63/95⁴³. Juraen går desuden langt for at sikre, at markedets mekanismer får lov at ske på et naturligt grundlag, bl.a. gennem sikring mod markedsmanipulation, ulovlig kurspleje og markedsmisbrug.

Markedskursens bevægelser

Det er samtidig tydeligt at lovgiver lægger stor vægt på markedskursen som værende den rigtige værdiansættelse, hvilket afspejles i juraen. Derfor er det relevant at reflektere lidt over hvordan markedskursen rent faktisk fremkommer. Dette dogme om markedskursens ufejlbarlighed beror på troen af det »effektive marked«, men fra en økonomividenskabelig betragtning, som ønsker at sætte alt på formel, kan der rettes indvendinger mod dogmet om markedskursen som et validt værdiparameter for selskabers reelle værdi. For hvordan kommer markedet egentlig frem til sin kurs og det afkast investorer forsøger at opnå? Kursen er det dynamiske punkt, hvor bud og udbud mødes, og hvor der dermed skabes en faktisk transaktion. Det er derfor den senest gennemførte transaktion i et finansielt instrument, som udgør markedskursen. Børsmarkedets bud og udbudspriser bevæger sig af mange årsager, og endda ofte højst usaglige forhold. Det er investorerne selv, som fastsætter sine bud og udbudspriser. Nogle gør det på baggrund af særdeles detaljerede analyser, mens andre slet ikke analyserer⁴⁴.

Markedskursen på aktier kan enten være højere eller lavere end selskabets indre værdi. Det kan umiddelbart virke underligt, at investorer ønsker at betale flere penge for en aktie, end aktien egentlig har af bagvedliggende værdi. Men det er netop her svaret på, hvorfor markedskursens bevægelser opstår, skal findes. Markedskursen er nemlig baseret på investorernes forventninger til fremtiden og selskabets fremtidige evne til at skabe indtjening. Det er også af den årsag, at irrationelle og usaglige forhold kan påvirke markedskursen, netop fordi forventninger er svære at måle og afstemme. Samtidig påvirkes investorerne som et slags flokdyr, og går først en stor del af dem i den ene retning, følger resten oftest med⁴⁵.

Derfor vil økonomividenskaben ofte stille en tvivl ved markedskursen, da forventninger er dynamiske og ikke målbare. Dermed gøres det svært at stille konstanter op, som sammen kan udgøre en faktisk formel for markedskursen. Ikke desto mindre er der i juraen konsensus om, at markedskursen er den korrekte og mest valide måleparameter, når et børsnoteret selskab skal værdiansættes. Det er derfor også vigtigt, at der er gennemsigtighed og transparens om børsnoterede selskaber, således at investorerne altid er velinformerede, og at deres forventninger skabes på et retvisende grundlag.

⁴³ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 752.

⁴⁴ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 755.

⁴⁵ Benjamin Graham & Jason Zweig, *"The Intelligent Investor"*, revised 4th edition, 2003, s. 197-199

1.7. Investorbeskyttelse

Et helt centralt element i problemformuleringen er begrebet »investorbeskyttelse«. Definitionen af investorbeskyttelse og forståelsen heraf i denne undersøgelse, er derfor helt essentielt at belyse.

Investorbeskyttelsen minder på mange måder om kapitalmarkedets form for »forbrugerbeskyttelse«. Der findes bl.a. en lang række regler om god skik, krav om risikoanmærkninger, krav til udbudsmateriale, kompetencekrav til markedspladser, rådgivere og meget mere. Alt dette udgør tilsammen den beskyttelse som investorer bør opleve på kapitalmarkedet, nøjagtigt som når forbrugere handler hos virksomheder. Næsten alle investorbeskyttelsesreglerne findes i EU-retsakter, herunder primært MiFID II-direktivet. I Danmark er også indført en række investorbeskyttelsesinitiativer i national lovgivning, som rækker mere vidtgående end EU-reguleringens mindstekrav. Disse nationale retningslinjer findes primært i bekendtgørelser, som er udstedt i medfør af FIL § 43, stk. 2⁴⁶. De nationale regler har en mere subjektiv karakter og omhandler bl.a. elementer som god rådgivningsskik for finansielle rådgivere og god skik i finansielle virksomheder⁴⁷.

Når der i denne afhandling hentydes til investorbeskyttelse, skal det forstås som en kobling af flere faktorer, herunder:

- 1) Graden af oplysninger og sikringen af informationsstrømme til investorerne.
- 2) Transparens og gennemsigtighed hos de udstedende selskaber.
- 3) Juraens foranstaltninger til at forebygge områder som markedsmisbrug, fejlinformationer i markedet, diskrimination på markedspladser, illikvide instrumenter med videre.

Forståelsen af investorbeskyttelse er derfor flersidet, men alle faktorerne har det til fælles, at de sikrer investorerne et mere validt, stabilt og effektivt marked. Investorbeskyttelse skal derfor i denne afhandling læses som alle de elementer, der har til formål at hjælpe investoren til at foretage de rigtige beslutninger. Det skal samtidig understreges, at investorbeskyttelse ikke skal sidestilles med et garanteret positivt afkast for investorerne. Investorbeskyttelsen kan derfor sagtens være fuldt ud til stede, samtidig med at investorerne lider et negativt afkast.

Revisor har dermed allerede i dag en indvirkning på investorbeskyttelsen, gennem sin revision af selskabernes regnskaber. Revisors påtegning heraf, er en indikation på validitet, som øger investorens tiltro til de informationer, der fremgår af regnskabet. Kernen i denne opgave er derfor at finde ud af hvordan revisor kan bidrage med endnu mere validitet til de selskaber, som er optaget til handel på First North.

⁴⁶ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 263.

⁴⁷ Se bl.a. bekendtgørelse nr. 331 af 7. april 2016 om god skik for finansielle rådgivere eller bekendtgørelse nr. 330 af 7. april 2016 om god skik for finansielle virksomheder.

Kapitel 2: Hvad er "First North"?

Følgende kapitel er en løbende sammenblanding af relevant retsteori fra kapitalmarkedsloven⁴⁸ (KAP), lov om finansiell virksomhed⁴⁹ (FIL) og lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter⁵⁰ (FIA), EU-retslige forordninger samt faktum om First North. Kapitlet har til formål at skabe den ramme-forståelse for retsområdet i Danmark og om emnet, som vil være en nødvendighed for forståelsen af den senere belysning af problemfeltet og analysen heraf.

First North er en markedsplads, hvor bud og udbud mødes og dermed forenes købs- og salgsinteresser i faktiske transaktioner, som cleares og afvikles. Markedspladsen blev grundlagt i 2005 af Nasdaq Copenhagen⁵¹, som en »alternativ markedsplads«, men måtte allerede i 2007 ændre type og struktur til en *multilateral handelsfacilitet*, i medfør af implementeringen af MiFID I-direktivet⁵² i den dagældende værdipapirhandelslov⁵³.

Nasdaq er operatør af flere forskellige typer af markedspladser verden over, både regulerede markeder og alternative handelsfaciliteter. I Danmark har Nasdaq Copenhagen drevet markedsplads siden 1808, hvor Københavns Fondsbørs, som er et reguleret marked, havde sine første dage⁵⁴.

Begrebet »markedsplads« er et overbegreb, som dækker over flere typer af handelsfaciliteter. En markedsplads defineres i KAP § 3, stk. 1, nr. 5 som enten et reguleret marked, en multilateral handelsfacilitet eller en organiseret handelsfacilitet. Markedspladsen er det sted, hvor køber og sælger møder hinanden og udveksler goder, hvormed en faktisk transaktion bliver gennemført. Tidligere var disse markedspladser fysiske faciliteter, men er i dag udelukkende elektroniske⁵⁵.

2.1. Multilateral handelsfacilitet

Navnet »multilateral handelsfacilitet« kan få markedspladsen til at lyde lettere kompleks, selvom at denne type markedsplads rent regulativt er mindre kompleks end det regulerede marked. I nærværende teoretiske afsnit vil den teoretiske forståelse af MHF-begrebet såvel som den juridiske definition afsøges.

Den juridiske definition af begrebet findes i KAP § 3, stk. 1, nr. 3, og er om end ikke særligt sigende. Her fremgår det, at en MHF er »et multilateralt system, jf. nr. 1, der drives i overensstemmelse med reglerne i kapitel 17, 18, 20, 22 og 23«. Ad KAP § 3, stk. 1, nr. 1 fremgår det så, at et multilateralt system er »ethvert system og enhver facilitet, hvor forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser i finansielle instrumenter kan sammenføres«. Skal dette sammenkædes, er en MHF derfor en markedsplads, hvor deltagere køber og sælger finansielle instrumenter, på vegne af deres kunder, altså tredjeparter. Men det

⁴⁸ Lovbekendtgørelse nr. 2014 af 1. november 2021 om kapitalmarkeder.

⁴⁹ Lovbekendtgørelse nr. 2497 af 15. december 2021 om finansiell virksomhed.

⁵⁰ Lov nr. 1155 af 8. juni 2021 om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter

⁵¹ Nasdaq OMX Nordic, "Om os".

⁵² MiFID-I direktivet blev implementeret ved vedtagelse af lov nr. 108 af 7. februar 2007.

⁵³ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 397.

⁵⁴ Nasdaq OMX Nordic, "Om os".

⁵⁵ Jesper Lau Hansen, "Kapitalmarkedsloven med kommentarer", 1. udgave, 2020, s. 176-177.

samme gør sig gældende for det regulerede marked, som netop også er et multilateralt system. Forskellen herimellem skal blot findes i den juridiske definition af det regulerede marked efter KAP § 3, stk. 1, nr. 2: »Et multilateralt system, jf. nr. 1, der drives i overensstemmelse med reglerne i kapital 12, 13, 14, 22 og 23«. Forskellen mellem en MHF og det regulerede marked er derfor blot, hvilket regelsæt i KAP markedspladserne skal følge. Det er således her reglerne og kravene til det regulerede marked er skrap-pere og højere⁵⁶.

Den juridiske definition på et multilateralt system er indarbejdet i KAP efter MiFID II-direktivets art. 4, stk. 1, nr. 19, og kan være vanskelig at forstå. Af den årsag er en uddybning fundet nødvendig, for at gøre forståelsen betydeligt lettere. Ad ordet *multilateral* skal forstås, at markedspladsen omfatter tre eller flere deltagere, hvilket også er naturligt, i og med at det er tredjeparters interesser, der sammenføres, jf. KAP § 3, stk. 1, nr. 1. Når der er tale om et multilateralt system, er der derfor ikke en central modpart i hver transaktion, men der er nærmere tale om et åbent forum, hvor transaktioner sker mellem flere forskellige modparter⁵⁷.

For at give lidt perspektiv til definitionerne, kan det samtidig bemærkes at der også findes bilaterale systemer, som netop står i modsætning til de multilaterale systemer. Ved et bilateralt system er der kun to deltagere, og handlen foregår direkte mellem disse to parter. Der er derfor en central modpart i hver eneste transaktion. Ved det multilaterale system handler deltageren af markedspladsen altså for en anden person og ved det bilaterale system handler deltageren for sig selv og udfører handler på baggrund af egne købs- og salgsinteresser⁵⁸. Det bilaterale system har eksisteret længe før at MHF'en blev en del af lovgivningen og været kendt som det, der betegnes som »OTC-handel«. Udtrykket *OTC* kommer af, at der længe har eksisteret et marked ved siden af det børsretlige, regulerede marked, hvor værdipapirer, som ikke var optaget til handel på det regulerede marked, alligevel kunne handles. OTC står for »over the counter« og refererer til, at værdipapirerne handles over disken. MiFID I- og II-direktiverne formaliserede disse OTC-handler og definerede operatørerne bag handlerne som *systematiske internalisatorer*, samtidig med, at MHF-markedspladserne blev indført i regulativerne som et nyt alternativ mellem det regulerede marked og de bilaterale systemer. Formålet med indførelsen af MHF'er var at sikre, at endnu ikke børsmodne selskaber alligevel kunne opnå finansiering gennem investering på kapitalmarkederne⁵⁹. I dag er den væsentligste forskel på det bilaterale og multilaterale system, at værdipapirer, som handles på en MHF foregår som et offentligt udbud, hvorimod handler gennem et bilateralt system sker som OTC-handler. Operatøren bag OTC-handlerne skal derfor ikke iagttage de samme regler vedrørende udbud af værdipapirer til offentligheden, som operatøren bag en MHF⁶⁰.

⁵⁶ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 130.

⁵⁷ Jesper Lau Hansen, "Kapitalmarkedsloven med kommentarer", 1. udgave, 2020, s. 172-173.

⁵⁸ Finanstilsynet, "Systematiske internalisatorer".

⁵⁹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 130.

⁶⁰ Finanstilsynet, "Systematiske internalisatorer".

2.1.1. SMV-vækstmarked

Under markedspladstypen MHF, findes en undervariant i kapitalmarkedslovens kapitel 21, som er et vækstmarked for små og mellemstore virksomheder, navnlig kaldet et »SMV-vækstmarked«. Et SMV-vækstmarked er en markedsplads, som specialiserer sig i at udbyde SMV'er, og hjælpe disse med at rejse kapital. På et SMV-vækstmarked er der en række yderligere lempelser for disse SMV-udstedere, så de endnu lettere kan tegne kapital hos investorer gennem kapitalmarkederne. Som en afbalancering til disse lempelser, er operatøren af et SMV-vækstmarked omvendt forpligtet til at opfylde en række supplerende betingelser og krav, som både har til formål at øge investorbeskyttelsen, men samtidig også at gøre markederne særligt attraktive for nye investorer. Et SMV-vækstmarked skal derfor ses som en slags blåstempling af en MHF, og dermed have en højere investorbeskyttelse⁶¹. En virksomhed defineres som en SMV efter MiFID II-direktivets art. 4, nr. 13, som en virksomhed med en markedsværdi på under 200 mio. euro i de forgangene tre kalenderår⁶².

SMV-vækstmarkederne indførtes ikke sammen med MHF'en i MiFID I-direktivet, men først i forbindelse med MiFID II-direktivet. Dette skete i kølvandet på finanskrisen, da mange SMV'er ikke længere kunne opnå finansiering gennem deres pengeinstitutter, og det fremgår da også af præambel nr. 1 i forordning (EU) nr. 2115/2019 af 27. november 2019 om SMV-vækstmarkeder, at formålet med SMV-vækstmarkeder er at gøre SMV'erne mindre afhængige af banklån og fremme de markedsbaserede finansieringskilder⁶³.

2.2. Operatøren af en MHF

Deltagerne på en MHF er altså ikke investorerne selv, men det, som kaldes for værdipapirhandlere. Disse værdipapirhandlere sammenfører dermed deres kunders interesser på markedspladsen, altså de foretager handler for tredjemænd. Værdipapirhandlerne er enten pengeinstitutter, realkreditinstitutter eller investeringsforvaltningsselskaber, som har en tilladelse til at handle på vegne af sine kunder i medfør af FIL §§ 7, 8 og 10⁶⁴, og dermed også retten til navnet som værdipapirhandler og eneretten til denne aktivitet. Desuden kan fondsmæglerselskaber ligeledes opnå denne tilladelse som værdipapirhandler, jf. FIA § 13⁶⁵. Det er samtidig også selvsamme aktører, som kan opnå tilladelsen til at være »operatør« af en MHF og dermed stifte og drifte sin egen MHF, jf. FIA's bilag 1, afsnit A, nr. 8.

Tilladelsen, samt kravene til at være operatør af en MHF i Danmark, skal findes på tværs af KAP, FIL og FIA⁶⁶, hvor KAP udelukkende regulerer operatøren af en MHF, hvis denne i forvejen også er operatør af et reguleret marked, hvilket fremgår af KAP § 86, stk. 1. Der er dog stadig en række regelsæt i forhold til kapitalejerne, ledelsen og direktionen fra FIL, som skal iagttages, herunder FIL § 14. Det er derfor pri-

⁶¹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 145.

⁶² Jesper Lau Hansen, *"Kapitalmarkedsloven med kommentarer"*, 1. udgave, 2020, s. 623.

⁶³ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 146.

⁶⁴ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 95.

⁶⁵ Lars Lindencrone Petersen med flere, *"Finansielle Virksomheder – regler og rapportering"*, 2. udgave, 2021, s. 92.

⁶⁶ Begge regelsæt er en implementering af hhv. MiFID II-direktivet samt MiFIR-forordningen. Det er blot som led i den nationale implementering, at reglerne er blevet fordelt mellem de to love.

mært KAP-regelsættet, som er interessant for denne afhandling, da First Norths operatør er Nasdaq Copenhagen, der samtidig er operatør af det regulerede marked, Københavns Fondsbørs. Driver operatøren ikke et reguleret marked i forvejen, skal lovkravene for tilladelsen som operatør af en MHF udelukkende findes i FIL og FIA⁶⁷.

I forhold til KAP-regelsættet, skal operatøren først og fremmest opfylde KAP § 59, hvis det er en operatør med dansk hjemsted eller KAP § 127 hvis det er en operatør med udenlandsk hjemsted. Lovreglerne henviser til en række betingelser, som skal være opfyldt for at opnå tilladelsen fra Finanstilsynet til at drive det regulerede marked, og disse betingelser skal løbende iagttages for at opretholde tilladelsen. KAP §§ 59 og 127 omhandler henholdsvis »fit & proper«-bestemmelserne efter KAP § 68, ansøgningsprocessen og kravene for ejere af kvalificerede kapitalandele efter KAP §§ 50-55 samt reglerne om snævre forbindelser efter FIL § 14, stk. 1, nr. 5⁶⁸. Derudover er der et ikke uvæsentligt kapitalkrav, for at opnå tilladelsen som værdipapirhandler. Disse bestemmelser gælder næsten alle typer af finansielle virksomheder i Danmark og findes både i KAP, FIL, FIA med flere, alt efter hvilken type virksomhed, der er tale om.

Fit & Proper

Det fremgår af KAP § 68, stk. 1, nr. 1 at ethvert medlem af bestyrelsen samt direktionen hos en operatør af et reguleret marked, skal have den tilstrækkelige viden, faglige kompetence og erfaring, til at kunne varetage sit hverv. Kravene i stk. 1, nr. 1 skal derfor betragtes som det at være »fit« til stillingen. Af KAP § 68, stk. 1, nr. 2 fremgår det efterfølgende, at samme personkreds skal have et tilstrækkeligt godt omdømme og kunne udvise hæderlighed, integritet og tilstrækkelig uafhængighed i sit hverv. Det er de betingelser, som omtales for »proper«-kravene, og de følges af et sæt tillægsbestemmelser i stk. 1, nr. 3 om at personkredsen ej heller må være pålagt strafansvar for overtrædelse af straffeloven, den finansielle lovgivning eller anden relevant lovgivning, nr. 4 om at personen ej heller må være under konkurs, rekonstruktion eller gældssanering og nr. 5 at personen ej heller har udvist en sådan adfærd, at personen må antages ikke at ville varetage hvervet på en forsvarlig måde⁶⁹.

Tilladelsen gives derfor først af Finanstilsynet når ovenstående er opfyldt, jf. KAP § 59, stk. 2. Fit & proper-bedømmelsen er en subjektiv bedømmelse, og når Finanstilsynet bedømmer ledelsen og direktionen, vil bedømmelsen være relativ til stillingen. En stilling i en større finansiell virksomhed vil derfor have skrapere krav end en stilling i en mindre betydelig virksomhed, hvilket udspringer af selve formålet med den finansielle lovgivning, netop hensynet til at opretholde tilliden til den finansielle sektor og sikre stabiliteten på de finansielle markeder, gennem robuste ledelsesmedlemmer⁷⁰. Fit & proper-kravene er yderst indgribende i forhold til den danske selskabsret, hvor det netop er frit for virksomhederne selv at udpege

⁶⁷ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 131.

⁶⁸ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 132.

⁶⁹ Lars Lindencrone Petersen med flere, *"Finansielle Virksomheder – regler og rapportering"*, 2. udgave, 2021, s. 101.

⁷⁰ Finanstilsynet, *"Finanstilsynets praksis og betragtninger omkring hæderlighedsvurderinger"*, 4. april 2022, s. 6-7.

sin ledelse og direktion⁷¹. Bedømmelsen er desuden løbende og hvervtageren skal derfor være fit & proper i alt den tid, personen varetager hvervet. Finanstilsynet har bemyndigelse til at afsætte personen eller umyndiggøre dennes stemmerettigheder i selskabet, hvis de ikke finder kravene opretholdt jf. FIL § 351, stk. 1-6⁷². At bedømmelsen både er subjektiv og relativ understreges tydeligt i en nyere afgørelse fra Finanstilsynet, hvor Lars Stensgaard Mørch forhåndsansøgte om en fit & proper-bedømmelse i forbindelse med sit ønske om at blive direktør for Jyske Bank A/S. Finanstilsynets afgørelse blev, at Lars Stensgaard Mørch ikke kunne fit & proper-godkendes, som følge af, at han tidligere var ansat i en ledende stilling hos Danske Bank A/S, imens der i Danske Bank blev hvidvasket penge i udenlandske filialer. Så selvom at Lars Stensgaard Mørch vurderes som værende fit og egnet til stillingen, smitter Danske Banks omdømme af på ham, og han vurderes derfor ikke som værende proper, altså ren nok, til stillingen⁷³. I og med at bedømmelsen er skønsmæssig, ønskede Lars Steensgaard Mørch en dato for, hvornår han igen kunne betragtes som hæderlig. Der har førhen ikke været en tidsramme på fit & proper-bedømmelser, men Finanstilsynets praksis er for nyligt blevet rettet af ledelsen i Finanstilsynet, bl.a. på baggrund af denne sag. Det har d. 4. april 2022 mundet ud i, at praksis for bedømmelsen er blevet ændret, og at enhver fit & proper-bedømmelse nu er gældende i fem år, og herefter kan revurderes⁷⁴.

Kvalificerede kapitalandele

Ejeren af en operatør af et reguleret marked og en MHF, uagtet om det er en fysisk eller juridisk person, er reguleret af KAP § 50, der henviser til FIL § 5, stk. 3, som definerer det som retligt kaldes for »kvalificerede kapitalandele«⁷⁵. En kvalificeret kapitalandel defineres som et ejerskab på mindst 10% af kapitalen eller stemmerettighederne i selskabet, jf. FIL § 5, stk. 3, herunder også hvis der foreligger andre muligheder for at udøve en betydelig indflydelse på ledelsen af operatøren⁷⁶. Det kan eksempelvis være ejeraftaler eller indføjelser i selskabets vedtægter, som giver personen nogle rettigheder, hvormed bestemmende indflydelse kan udøves. Finanstilsynet har hjemmel til at nægte en person at erhverve kvalificerede kapitalandele i selskabet, hvis der er objektive og påviselige grunde til at formode, at personen vil modvirke den fornuftige og forsvarlige drift, jf. KAP § 50, stk. 3. Med andre ord kræver det derfor tilladelse at være kapitalejer af en operatør af et reguleret marked og en MHF.

Der findes desuden en specialregel i KAP § 51, når der tilmed drives en MHF⁷⁷. Lovreglen omfatter ikke kun ejere af kvalificerede kapitalandele, men tilmed også personer, som handler i forståelse af hinanden, uanset om ejerskabet er direkte eller indirekte. Disse personers kapitalandele vil opgøres sammenlagt, og

⁷¹ Lars Lindencrone Petersen med flere, *"Finansielle Virksomheder – regler og rapportering"*, 2. udgave, 2021, s. 215.

⁷² Lars Lindencrone Petersen med flere, *"Finansielle Virksomheder – regler og rapportering"*, 2. udgave, 2021, s. 221.

⁷³ Finanstilsynet, *"Vurdering af en ansøgning om fit & proper-godkendelse"*, journal nr. 21-011733, august 2021.

⁷⁴ Finanstilsynet, *"Finanstilsynets praksis og betragtninger omkring hæderlighedsvurderinger"*, 4. april 2022, s. 14.

⁷⁵ Reglerne blev i første omgang implementeret som led i EU's 2. bankdirektiv, Rådets direktiv (EØF) nr. 646/89 af. 15. december 1989.

⁷⁶ Lars Lindencrone Petersen med flere, *"Finansielle Virksomheder – regler og rapportering"*, 2. udgave, 2021, s. 101.

⁷⁷ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 91.

personerne skal forhåndsgodkendes, før de kan overskride tærsklerne for ejerskab på henholdsvis 10%, 20%, 33% og 50% af selskabskapitalen eller stemmerettighederne, jf. KAP § 51, stk. 1. Hertil er der i KAP § 51, stk. 2, opsat fem punkter, som den påtænkte ejer vurderes på baggrund af. Punkterne omhandler 1) erhververens omdømme, 2) omdømme og erfaring hos en ny potentiel ledelse, som vil ind sættes efter ejerskifte, 3) erhververens økonomiske forhold, 4) om virksomheden fortsat kan overholde tilsynskravene og slutteligt 5) om der er mistanke om hvidvaskning eller finansiering af terror⁷⁸. Der er desuden et krav til kapitalejere med mere end 10% andele, om at underrette Finanstilsynet, hvis kapital-ejeren afhænder kapitalandele og runder selvsamme tærskler i nedadgående retning, jf. KAP § 53. Finder Finanstilsynet ikke reglerne opretholdt, kan de sanktionere ved at ophæve stemmerettighederne hos en kapitalejer, jf. KAP § 55, stk. 2⁷⁹.

Snævre forbindelser

Snævre forbindelser defineres i FIL § 3, stk. 1, nr. 17 som enten 1) koncernforbindelser, eller 2) når mindst to personer, både juridiske såvel som fysiske, har direkte eller indirekte forbindelse gennem kapitalinteresser. Denne forbindelse skal efter litra b udgøre minimum 20% af kapitalen eller stemmerettighederne for at defineres som en snæver forbindelse, eller 3) når der foreligger en fælles forbindelse mellem flere virksomheder eller personer.

Formålet med FIL § 14, stk. 1, nr. 5 er, at de snævre forbindelser ikke må kunne vanskeliggøre Finanstilsynets tilsyn med den pågældende virksomhed. Helt konkret betyder det, at Finanstilsynet vil gennemgå de snævre forbindelser, som defineret i FIL § 3, stk. 1, nr. 17, før der kan gives tilladelse til drift af virksomheden. Foreligger der i denne gennemgang forhold, som taler imod et effektivt tilsyn med virksomheden, vil tilladelsen ikke kunne gives. Vurderingen af de snævre forbindelser er en skønsmæssig vurdering⁸⁰.

Tilladelse som værdipapirhandler og kapitalkravet

I forbindelse med at opnå tilladelsen og retskravet på at blive værdipapirhandler, foreligger et ikke uvæsentligt kapitalkrav. Kapitalkravet er forskelligt, alt efter hvilken type virksomhed, der ønsker at være værdipapirhandler og dermed også muligheden for at blive operatør af en MHF. Et pengeinstitut, realkreditinstitut og investeringsforvaltningsselskab har allerede ret til at udføre aktiviteter som værdipapirhandler i medfør af deres tilladelse til at drive henholdsvis pengeinstitutvirksomhed efter FIL § 7, stk. 1, realkreditinstitutvirksomhed, efter FIL § 8, stk. 1 og investeringsforvaltningsvirksomhed efter FIL § 10, stk. 2, hvis de blot søger den særskilte tilladelse hos Finanstilsynet, jf. FIA § 13, stk. 1. Virksomheder, der ikke har en af disse tre tilladelser, kan alligevel opnå tilladelse som værdipapirhandler, og en sådan virk-

⁷⁸ Lars Lindencrone Petersen med flere, *"Finansielle Virksomheder – regler og rapportering"*, 2. udgave, 2021, s. 161.

⁷⁹ Lars Lindencrone Petersen med flere, *"Finansielle Virksomheder – regler og rapportering"*, 2. udgave, 2021, s. 165-166.

⁸⁰ Lars Lindencrone Petersen med flere, *"Finansielle Virksomheder – regler og rapportering"*, 2. udgave, 2021, s. 101.

somhed benævnes et fondsmæglerselskab, jf. FIA § 13, stk. 2. Det er også denne type virksomhed, der har ret til at kalde sig for »børsmægler«, hvis virksomheden er medlem af et reguleret marked⁸¹.

Værdipapirhandlere udfører forskellige aktiviteter, som blandt andet er defineret i FIA's bilag 1, afsnit A. Alt afhængig af hvilken aktivitet værdipapirhandleren ønsker at udføre, kræver det forskellige tilladelser og dermed også forskellige kapitalkrav. I forhold til denne afhandling er det bilagets punkt nr. 8 i afsnit A, som har særlig interesse; nemlig retten til at drive en MHF. Det fremgår af FIA § 18, stk. 2, at et fondsmæglerselskab, som ønsker at udføre denne aktivitet, som minimum skal have en kapital på 150.000 euro. Dette er den mindstkrævende tilladelse og dermed også det mindste kapitalkrav at opfylde, hvis en virksomhed ønsker at drive en MHF⁸². For de andre finansielle virksomheder er der større og individuelle kapitalkrav. Pengeinstitutter og realkreditinstitutter har begge et kapitalkrav på 5 mio. euro, jf. FIL § 7, stk. 8 og henholdsvis FIL § 8, stk. 7⁸³. Investeringsforvaltningsselskaber har graduerede tilladelser, men skal bruge en stor tilladelse, for at opnå retten til at drive en MHF, jf. FIL § 10, stk. 6, og dermed et kapitalkrav på 730.000 euro, jf. FIL § 10, stk. 7⁸⁴.

Koblingen mellem disse krav og problemfeltet

Der er altså tale om forholdsvis store krav, før en virksomhed overhovedet kan blive operatør af en MHF. Det må derfor også forventes, at operatøren har både viden, erfaring, evne og seriøsitet til at drive en sådan markedsplads på bedste og mest forsvarlige vis. Dermed kan det også bidrage til den undren, som problemfeltet belyste, om hvorfor netop investeringer på First North ikke giver investorerne et positivt afkast. Operatøren af First North må om ingen andre, have de fornødne ressourcer til at kunne vurdere de forskellige udstedende selskaber, på en lang række parametre, inden de optages til handel.

2.3. Formålet med optagelse på First North

Som præsenteret i problemfeltet, har et selskab grundlæggende to måder, hvorpå der kan fremskaffes kapital. Enten gennem lånefinansiering eller gennem egenkapitalfinansiering fra investorer, hvor sidstnævnte grundlæggende behandles i selskabsretten. Selskabsretten har desuden til formål at gøre det gunstigt at benytte egenkapitalfinansiering, gennem blandt andet de begrænsede hæftelsesregler samt minoritetsbeskyttelsesreglerne. Kapitalforhøjelse gennem emission reguleres derfor primært af selskabsretten og selve børso- og kapitalmarkedsretten får først betydning, når egenkapitalfinansieringen sker gennem kapitalmarkederne. Af motiver for at tilvejebringe en kapitalforhøjelse gennem kapitalmarkederne, kan følgende fremhæves:

⁸¹ Lars Lindencrone Petersen med flere, "Finansielle Virksomheder – regler og rapportering", 2. udgave, 2021, s. 92-93.

⁸² Lars Lindencrone Petersen med flere, "Finansielle Virksomheder – regler og rapportering", 2. udgave, 2021, s. 94.

⁸³ Lars Lindencrone Petersen med flere, "Finansielle Virksomheder – regler og rapportering", 2. udgave, 2021, s. 90-91.

⁸⁴ Lars Lindencrone Petersen med flere, "Finansielle Virksomheder – regler og rapportering", 2. udgave, 2021, s. 96.

- 1) At opnå kapital til nye projekter eller generel vækst.
- 2) At finansiere et aktuelt eller kommende generationsskifte.
- 3) At etablere konkurrencemæssige fordele gennem en egenkapitalstyrkelse, eller
- 4) at opnå adgang til en bredere investorkreds, herunder bl.a. institutionelle investorer som pensionskasser⁸⁵.

First North har til formål at hjælpe SMV'er med få adgang til kapitalmarkedet og på den måde opnå egenkapitalfinansieringen.

2.3.1. Selskabs- og selskabsskatteretlige iagttagelser

Når et selskab får tilført kapital, uanset om det er fra investorer eller andre personer, vil det grundlæggende betegnes som et skattepligtigt tilskud, jf. statsskatteloven⁸⁶ § 4 (herefter SSL). Det har den virkning, at selskabet skal indtægtsføre indbetalingerne fra investorerne og svare en dansk selskabsskat på 22% heraf, jf. selskabsskattelovens⁸⁷ § 17 (herefter SEL). Til dette er en undtagelse, som netop fremmer egenkapitalfinansieringen, i SEL § 13. Til den skattepligtige indkomst i selskabet, skal netop ikke medregnes den overkurs, som opnås gennem udstedelse af aktier eller udvidelsen af aktiekapitalen, jf. SEL § 13, stk. 1, nr. 1. Det har derfor den betydning, at det er attraktivt for selskabet at benytte sig af egenkapitalfinansiering, så længe de selskabsretlige regler for kapitalforhøjelse iagttages⁸⁸.

De selskabsretlige regler findes i selskabslovens⁸⁹ (herefter SL) kapitel 10. Det er ikke relevant for undersøgelsens genstandsfelt at gennemgå samtlige selskabsretlige bestemmelser, som skal iagttages ved en kapitalforhøjelse. Dog har enkelte bestemmelser en væsentlig betydning, både i forhold til revisors arbejde men også ved en introduktion på First North. Disse er derfor fundet nødvendige at belyse herunder, da de kan have en effekt på investorernes afkast i samspil med andre aspekter.

Beslutning om kapitalforhøjelse

Det fremgår først og fremmest af SL § 153, stk. 1, nr. 1, at et selskabs kapital kan forhøjes gennem »tegning af nye kapitalandele«. Et selskabs vedtægter indeholder desuden oplysninger om selskabskapitalens størrelse, jf. SL § 28, stk. 1, nr. 3, og derfor kræver det en vedtægtsændring at foretage en selskabsretlig kapitalforhøjelse⁹⁰. Det er derfor også naturligt, at det er generalforsamlingen, som træffer beslutningen om kapitalforhøjelse, med det samme stemmeflertal som der kræves for en vedtægtsæn-

⁸⁵ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 357-358.

⁸⁶ Lov nr. 149 af 10. april 1922 om indkomstskat til staten, som senest ændret ved lov nr. 1883 af 29. december 2015.

⁸⁷ Lovbekendtgørelse nr. 251 af 22. februar 2021 om selskabsbeskatning, som senest ændret ved lov nr. 2611 af 28. december 2021.

⁸⁸ Aage Michelsen m.fl., *"Lærebog om indkomstskat"*, 18. udgave, 2019, s. 892-893.

⁸⁹ Lovbekendtgørelse nr. 1952 af 11. oktober 2021 om aktie- og anpartsselskaber, som senest ændret ved lov nr. 2601 af 28. december 2021.

⁹⁰ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 362.

dring, jf. SL §§ 154, stk. 2, nemlig 2/3 af stemmerne, jf. SL § 106, medmindre et højere stemmeflertal er besluttet i vedtægterne⁹¹.

Beslutningens indhold og krav samt revisors rolle

De krav som findes i selskabsretten, har til formål at give de hidtidige kapitalejere et velinformeret beslutningsgrundlag, sikre dem en fortegningsret samt at give både nye såvel som hidtidige ejere et godt indblik i, hvad der helt præcist udbydes⁹². Et forslag om kapitalforhøjelse skal gøres tilgængeligt for aktionærerne, jf. SL §§ 98 og 99, og fremlægges på generalforsamlingen, jf. SL § 156, stk. 1⁹³. Dermed vil beslutningsgrundlaget for kapitalforhøjelsen tage afsæt i den årsrapport, som netop godkendes på den ordinære generalforsamling, og som dermed er revideret af revisor. Sker kapitalforhøjelsen ikke som led i den ordinære generalforsamling, gælder et andet sæt regler. Her skal ledelsen nemlig udarbejde en beretning fra selskabet, som skal oplyse om begivenheder af væsentlig betydning for selskabets økonomiske stilling, som er indtruffet efter aflæggelsen af den seneste årsrapport, jf. SL § 156, stk. 2, nr. 2. Denne beretning skal derudover gennemgås af revisor, som derefter skal udarbejde en erklæring med sikkerhed herom, jf. SL § 156, stk. 2, nr. 3. Erklæringen kan dog være yderst kort, hvis der ikke er indtruffet nogen begivenheder siden seneste årsrapport. Revisor skal desuden kun tage stilling til de elementer af beretningen, som vedrører selskabets økonomiske stilling, herunder specifikt at kontrollere de tal, der fremgår af beretningen, stemmer overens med selve regnskabet. Fremgår der ikke regnskabsmæssige tal i beretning, kan revisor altså ikke påpege noget. Erklæringen fra revisor kan derfor også udarbejdes yderst kort⁹⁴. Det vurderes derfor ikke som her, at investorerne oplever den helt store investorbeskyttelse, som led i revisors rolle i forbindelse med nytegning.

Derudover er der en række formelle bestemmelser i SL § 158, som skal opfyldes for at kapitalforhøjelsen kan ske gennem tegning af nye kapitalandele. Det er derfor også disse punkter, som bl.a. indgår i den virksomhedsbeskrivelse eller det prospekt⁹⁵, der offentliggøres i forbindelse med notering på First North. Her af er følgende relevante at fremhæve:

- 1) Der skal fastsættes et mindste og højeste beløb, som kapitalen skal forhøjes med. Nås mindstebeløbet ikke inden tegningsdatoen, vil der ikke ske en nytegning og dermed ingen tildeling af kapitalandele til nogen investorer. Det højeste beløb kan ikke overskrides, hvilket vil sige at der skal ske en fordeling af kapitalandele, hvis emissionen overtegnes⁹⁶.
- 2) Der skal oplyses om tegningskursen, antallet af kapitalandele og deres nominelle størrelse. På den måde kan investorerne kende tegningsprisen samtidig med at de oplyses om deres fremtidige stemmeret⁹⁷.

⁹¹ Erik Werlauff, "Selskabsret", 10. udgave, 2016, s. 250.

⁹² Erik Werlauff, "Selskabsret", 10. udgave, 2016, s. 249.

⁹³ Erik Werlauff, "Selskabsret", 10. udgave, 2016, s. 256.

⁹⁴ Erik Werlauff, "Selskabsret", 10. udgave, 2016, s. 257-258.

⁹⁵ Virksomhedsbeskrivelsen og prospektet gennemgås og analyseres i afsnit 4.1.3.

⁹⁶ Erik Werlauff, "Selskabsret", 10. udgave, 2016, s. 260.

⁹⁷ Erik Werlauff, "Selskabsret", 10. udgave, 2016, s. 261.

- 3) Oplysning om eventuelle kapitalklasser og fortegningsretter, hvis der findes sådan nogle, således aktionærer kender de forskellige rettigheder⁹⁸.
- 4) Fristen for tegning og indbetaling.
- 5) En eventuel fordeling af kapitalandelene, hvis der sker en overtegning⁹⁹.

Virksomhedsbeskrivelsen eller det prospekt som punkterne netop indgår i, vil blive mere gennemgående behandlet i afsnit 4.1, som kigger dybere ind i den investorbeskyttelse, som netop burde være øget på First North i modsætning til Københavns Fondsbørs.

2.4. Hvad er så First North?

Nærværende kapital har været et sammensurium af mange forskellige områder, der tilsammen beskriver First North og de mest centrale regelsæt som First North, såvel som udstederne her på, skal iagttage. Kapitlet er teoretisk tungt og strækker sig bredt, og derfor kommer her en læsevenlig opsummering samt et par uddybende afsnit, som vil lede op til de næste kapitler.

Generelt om First North

First North har været drevet siden 2005 og ejes af Nasdaq Copenhagen, som ligeledes driver det eneste regulerede marked i Danmark, Københavns Fondsbørs¹⁰⁰. Formålet med First North er at fremme egenkapitalfinansieringen blandt små og mellemstore virksomheder, og dermed bidrage til at gøre disse mere uafhængige af banklån¹⁰¹. First North har i øjeblikket 53 selskabers aktier optaget til handel på markedspladsen, men siden 2015 noteret i alt 65, hvoraf to udstedere er flyttet til en anden markedsplads efterfølgende og 10 er taget af markedet sidenhen¹⁰².

Virksomhedstypen

Det fremgik af KAP, FIL og FIA at det er værdipapirhandlere, som kan opnå tilladelse til at drive en MHF og dermed et SMV-vækstmarked som First North. Herunder var der en række krav, hvoraf særligt KAP § 59 var relevant at fremhæve. I bestemmelsen fremgik det, at operatøren af markedspladsen skulle være både fit & proper efter KAP § 68, ejerne af kvalificerede kapitalandele skulle godkendes efter KAP §§ 50-55 og at der ligeledes ikke måtte foreligge snævre forbindelser som kunne forpurre tilsynet, efter FIL § 14, stk. 1, nr. 5¹⁰³.

⁹⁸ Erik Werlauff, "Selskabsret", 10. udgave, 2016, s. 262.

⁹⁹ Erik Werlauff, "Selskabsret", 10. udgave, 2016, s. 263.

¹⁰⁰ Nasdaq OMX Nordic, "Om os".

¹⁰¹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 145-146.

¹⁰² Bilag 1, "Dataindsamling over First North udstedere", under arket "Selskaber noteret på FN". Egen dataindsamling, 2022.

¹⁰³ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 132.

I afsnittet nævntes pengeinstitutter, realkreditinstitutter, investeringsforvaltningsselskaber og fondsmæglerselskaber, som de typer af finansielle virksomheder, der har ret til at kunne udføre driften af en MHF i FIA's bilag 1, afsnit A, nr. 8, jf. FIL §§ 7, 8 og 10¹⁰⁴ samt FIA § 13¹⁰⁵. Men virkeligheden er, at Nasdaq Copenhagen ikke er nogen af disse typer finansielle virksomheder. I KAP-regelsættet gemmer der sig nemlig sin helt egen virksomhedstype, og denne type finansielle virksomhed nævnes ikke engang i FIL eller FIA. Nasdaq Copenhagen er af virksomhedstypen »reguleret marked«, som netop også er en finansielle virksomhed, jf. KAP § 59. Denne type finansielle virksomhed kan selskabsretligt både drives som et anpartsselskab, et aktieselskab eller som en enkeltmandsvirksomhed. Her forholder det sig modsat for pengeinstitutter, realkreditinstitutter, investeringsforvaltningsselskaber og fondsmæglerselskaber, som selskabsretligt skal organiseres som et aktieselskab, jf. FIL § 12 og FIA § 26¹⁰⁶. Disse typer af finansielle virksomheder kan som nævnt blive værdipapirhandlere og dermed opnå tilladelse til driften af en MHF. Omvendt forholder det sig med driften af et reguleret marked, som kun virksomheder af typen »reguleret marked«, har ret til at drive. De andre virksomhedstyper har dog ret til at blive medlem af det regulerede marked og dermed foretage handler på vegne af tredjeparter, i medfør af deres tilladelse som værdipapirhandler¹⁰⁷. Der foreligger ikke et eksplicit kapitalkrav til virksomhedstypen som et reguleret marked, men overstiger den årlige nettoomsætning 100 mio. kr. er der en række tillægsbestemmelser¹⁰⁸. Bestemmelserne har ikke relevans for denne problemstilling, men er af mere organisatorisk betydning¹⁰⁹.

Markedspladstypen

First North er en markedsplads drevet af Nasdaq Copenhagen, som en multilateral handelsfacilitet. Denne markedspladstype indførtes i medfør af MiFID I-direktivet i 2007, og skulle udgøre en slags mellemstation mellem på den ene side det regulerede børsmarked og den anden side, de bilaterale og langt mere uofficielle systemer¹¹⁰. På en MHF er der en række deltagere, som kaldes for værdipapirhandlere, med tilladelse til at handle værdipapirer for sine kunder. Disse deltagere sammenfører dermed deres kunders købs- og salgsinteresser på MHF'en, nøjagtigt som det også foregår på et reguleret marked. Forskellen mellem det regulerede marked og MHF'en er derfor alene hvilke regelsæt, der skal følges, og ikke selve handelssystemet.

Som en undervariant til MHF'en, findes markedspladstypen »SMV-vækstmarked«, der indførtes med det efterfølgende direktiv, MiFID II-direktivet. SMV-vækstmarkederne opstod som led i et tosidet formål; 1) at gøre SMV'er mere uafhængige af banklån og dermed fremme muligheden for egenkapitalfinansiering ved at lempe på kravene til udstedere på dette marked, og 2) skabe en form for blåstempling af inve-

¹⁰⁴ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 95.

¹⁰⁵ Lars Lindencrone Petersen med flere, *"Finansielle Virksomheder – regler og rapportering"*, 2. udgave, 2021, s. 92.

¹⁰⁶ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 107.

¹⁰⁷ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 124.

¹⁰⁸ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 114.

¹⁰⁹ Eksempelvis at der skal nedsættes et nomineringsudvalg, som løbende vurderer bestyrelsen og dens arbejde.

¹¹⁰ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 397.

storbeskyttelsen på markedspladsen, hvor investorbeskyttelsen dermed skulle højnes og skabe en større tillid til markedspladsen¹¹¹.

Det virker udadtil som to formål, som strækker sig i hver sin retning, og dermed ikke kan opfyldes på en og samme tid. Enten må der gås på kompromis med investorbeskyttelsen, ved at slække på krav til de udstedende selskaber og mindske gennemsigtighed, eller også må der gås på kompromis med lethedens til at opnå egenkapitalfinansiering gennem kapitalmarkederne, hvormed investorbeskyttelsen bevares. Hvis begge formål kan opfyldes samtidigt, har politikerne altså pludselig fundet en måde at effektivisere markederne på, som vil være helt banebrydende. Men noget taler i mod at investorbeskyttelsen er blevet højnet, i og med at investorerne ikke tjener penge på First North markedspladsen.

Tesen for de næste kapitler går derfor på, at det er investorbeskyttelsen, som er blevet slækket på, til fordel for de udstedende selskabers vækstrejse.

¹¹¹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 146.

Kapitel 3:

Er First North overhovedet mislykket?

På trods af både indledningens og problemfeltets lettere konklusion på dette kapitels spørgsmål, er det alligevel værd at stille det igen, som en del af undersøgelsens mere dybdegående analyser. For er First North overhovedet mislykket og er der i bund og grund et genstandsfelt at undersøge? Det er netop et tvetydigt spørgsmål, da der er flere aktører, som indgår i spørgsmålet. Hvem er det lige at First North er mislykket for, og ud fra hvilke parametre skal det vurderes på? Er det udelukkende investorerne, som oplever First North som mislykket? Er det mislykket for Nasdaq Copenhagen? Eller opleves det sågar som mislykket for de udstedende selskaber?

Undersøgelsen ønsker at ræsonnere kritisk over afhandlingens genstandsfelt, som netop er mere nuanceret end problemfeltet har belyst den. Samtidig åbner analyserne op for, hvor First North netop er fejlbare, hvilket er første skridt til at lokalisere revisors mulige, fremtidige rolle.

3.1. Fra investorernes synspunkt

En investor på First North, vil som et naturligt element i sin investeringsstrategi, forvente en form for forrentning af den indskudte kapital. Men som belyst i kapitel 1, afsnit 1.2, er dette afkast ikke til stede, målt i en periode over tre år, hvor vækstaktier efter sigende burde have outperformat de store værdiaktier på afkast. Det sker også samtidig med, at investoren burde opleve en langt højere investorbeskyttelse på dette blåstemplede SMV-vækstmarked, end hvis selvsamme investor, havde placeret sine midler på en almindelig MHF. Det var i hvert fald formålet med indførelsen af SMV-vækstmarkedet gennem MiFID II-direktivet, jf. også præambelbetragtning nr. 132 i MiFID II.

SMV-vækstmarkedet fik i første omgang aldrig et rigtigt gennembrud, fordi ingen operatører tog konceptet til sig. Det fremgår også af forordning (EU) nr. 2115/2019 om SMV-vækstmarkeders præambelbetragtning nr. 2, at initiativet ikke havde den forventede succes, og at denne nye forordning derfor tilsigter at lempe bestemmelserne yderligere, således det bliver mere attraktivt at drive et SMV-vækstmarked.

Når denne nye forordning nærlæses, står det da også nogenlunde klart, hvem disse lempelser bliver på bekostning af. Ad forordningen fremgår nemlig på intet tidspunkt noget om »investorbeskyttelse«.

Er First North mislykket for investorerne som det ser ud lige nu? Som et bekræftende svar af problemfeltet, må der, desværre for investorerne, besvares med et simpelt »ja«. Om det er selve reguleringen, Nasdaq Copenhagen eller noget helt tredje, som er årsag hertil, skal derfor nærmere undersøges.

3.2. Fra de udstedende selskabers synspunkt

Formålet for de selskaber, som foretager emission og søger om optagelse på First North, er som nævnt i afsnit 2.3 at opnå egenkapitalfinansiering frem for fremmedfinansiering. Graden af succes, set fra de udstedende selskabers synspunkt, må derfor skulle måles på to ting:

- 1) Antallet af selskaber, som opnår en fuld tegning og dermed notering, og
- 2) Prisen for at opnå finansieringen og noteringen gennem Nasdaq og First North.

Særligt prisen for at opnå finansieringen gennem Nasdaq og First North er vigtig at måle på i forhold til succesgraden, da denne må betragtes som en alternativ omkostning til den rente og de låneomkostninger, der havde været ved at indhente fremmedfinansiering i et kreditinstitut. Samtidig er graden af selskaber, som ikke opnår fuldtegnings også vigtige at undersøge. Disse selskaber opnår for det første ikke den søgte finansiering, men skal stadig betale gebyrer til Nasdaq Copenhagen, honorar til den certificerede rådgiver¹¹² samt prisen for at udarbejde samtlige nødvendige materialer. Særligt materialer som virksomhedsbeskrivelse eller prospekt kan være en dyr affære at få udarbejdet¹¹³.

1) Graden af fuldtegnings

Til at undersøge dette, er der indhentet data over alle emissioner, hvor der i samme omgang er søgt om optagelse på First North i perioden 1. januar 2015¹¹⁴ til og med 2. maj 2022. Disse data er fundet gennem de lovpligtige selskabsmeddelelser, som udstedende selskaber netop skal offentliggøre i medfør af KAP § 32 samt First Norths egen rulebook¹¹⁵ afsnit 4.2.6¹¹⁶. Disse selskaber skal enten inden udbudsperiodens udløb, annullere hele udbuddet og offentliggøre dette valg, eller efter periodens udløb, offentliggøre resultaterne af udbuddet og mængden af tegnet kapital. Bliver mindsteudbuddet ikke nået, opnår selskabet ikke sin emission. Dermed har det været muligt at gennemgå alle de selskaber, som har søgt om optagelse på First North, for derefter at se hvilke, der ikke er lykkedes med deres emission. I denne undersøgelse anses både annullering af udbuddet og et resultat hvor der ikke er opnået fuldtegnings, som mislykket for det udstedende selskab.

Af denne undersøgelse udsprang kun to selskaber; NPInvestor.com A/S og The Speedrecruiters Company A/S ud af i alt 52 emissioner i hele perioden. Det giver dermed en succesgrad på 96,15%, som beskriver antallet af succesfulde emissioner i perioden. NPInvestor.com A/S søgte første gang om optagelse i 2017, men opnåede ikke fuldtegnings. Selskabet forsøgte sig så i 2018 med et nyt udbud, som opnåede fuldtegnings og dermed notering på First North. NPInvestor.com A/S skiftede i 2021 navn til SPENN Technologies A/S og er stadig listet på First North. The Speedrecruiters annullerede sit udbud d. 4. oktober 2021, lige inden tegningsperiodens udløb, og selskabets CEO, Michael Lunderskov, gav følgende begrundelse:

¹¹² Den certificerede rådgiver er en helt særlig titel på Nasdaq First North. Mere om rådgiveren følger i afsnit 4.1.2.

¹¹³ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 399.

¹¹⁴ Undersøgelsen strækker sig fra 2015, da det kun har været muligt at tilgå selskabsmeddelelser fra og med dette år.

¹¹⁵ Denne rulebook gennemgås og uddybes i afsnit 4.1.1.

¹¹⁶ Disse regler bliver gennemgået og analyseret senere i afsnit 4.3.2 om oplysningsforpligtelser for udstederne.

»Det har været magtpåliggende for os, at børsrejsen for både Speedrecruiters og de nye investorer skulle have en positiv start. Børsmarkedet og særligt IPO-markedet er dog pt. så volatilt, at der er en for stor risiko for, at afsættet på børsen ikke vil være, som vi ønsker, og som derfor ej heller vil afspejle den positive vækstrejse, Speedrecruiters er på«

Kilde: Selskabsmeddelelse nr. 3-2021 af 4. oktober 2021 fra The Speedrecruiters Company A/S¹¹⁷.

Denne undersøgelse har ikke til formål at betvivle dette argument, men udsagnet findes dog ret besynderligt, i og med at der netop i perioden fra juli til december 2021, blev gennemført intet mindre end ti emissioner, som alle blev overtegnet, og alle ti selskaber blev optaget på First North¹¹⁸. At kurserne på First North er meget volatile er ingen nyhed og afspejles bl.a. i de meget negative afkast som investorerne har haft. Uanset om påstanden er valid, vil selskabets udbud og emission medtages i denne analyse som værende ikke opnået og dermed ikke fuldttegnet.

Der er samtidig et andet selskab som bevæger sig lidt i en gråzone i forhold til denne undersøgelseskriterier; SameSystem A/S. Selskabet ændrede vilkårene i sit udbud midt i udbudsperioden i juni 2021, herunder specifikt tegningskursen. Tegningskursen var oprindeligt sat til 6,80 kr. men blev nedsat til 5,00 kr., og emissionens maksimale udbud blev samtidig nedsat forholdsmæssigt fra knap 100 mio. kr. til 75 mio. kr.¹¹⁹ Det er en væsentlig ændring, som kunne være en indikation af, at udbuddet var tæt på ikke at nå sit mål. Udbuddet blev dog i sidste ende overtegnet, og derfor indgår SameSystem A/S som en succes i denne undersøgelse.

First North er derfor kun mislykket for 3,85% af dem, som har søgt om optagelse i perioden, og dermed må dette analysepunkt betegnes som værende succesfuldt for udstederne. Kombineres dette resultat med, at over 90% af emissionerne overtegnes, nogle med over 1000%, viser det i den grad en storstilet succes for de kapitalsøgende SMV'er¹²⁰.

2) Prisen for emission og optagelse på First North

Prisen for at foretage emission og opnå optagelse på First North består som nævnt af flere elementer. Visse gebyrer ligger offentligt tilgængeligt, som eksempelvis Nasdaq Copenhagens ansøgningsgebyr, mens andre er langt mere skjulte, som honorarer til den certificerede rådgiver. Denne delanalyse har derfor til formål at undersøge honorar- og gebyrstrukturerne, så den samlede alternative omkostning ved at vælge egenkapitalfinansiering gennem First North kan sammenholdes med låneomkostningerne ved

¹¹⁷ Ritzau, "The Speedrecruiters Company A/S udskyder sin IPO på grund af forholdene på de finansielle markeder", 4. oktober 2021.

¹¹⁸ Bilag 1, "Dataindsamling udstedere på FN" under arket "Regnskabstal for FN selskaber".

¹¹⁹ SameSystem A/S, "SameSystem A/S has decided to lower the pre-money valuation resulting in a new offer price of DKK 5.00", selskabsmeddelelse nr. 4-2021 af 15. juni 2021.

¹²⁰ Bilag 1, "Dataindsamling udstedere på FN" under arket "Aktive FN selskaber".

fremmedfinansiering. Ved notering på det regulerede marked opkræver Finanstilsynet et årligt gebyr, men ikke ved notering på SMV-vækstmarkedet First North, hvorfor det er billigere at blive optaget til handel på First North. Nasdaq Copenhagen differentierer desuden priserne mellem First North og Københavns Fondsbørs, til First Norths fordel¹²¹.

Nasdaq's gebyrer

Nasdaq Copenhagen har først og fremmest et ansøgningsgebyr på 220.000 kr. pr. 2022, som skal betales for hver ansøgning der sendes, uanset om den accepteres. Det er derfor vigtigt at ansøgningen er gyldig første gang. Der tillægges desuden et variabelt gebyr, hvis udstederens samlede markedsværdi overstiger 100 mio. euro, på mellem 80.000 kr. og 360.000 kr. Når ansøgningen er godkendt og udstederens aktie optages til handel, koster det et årligt gebyr på mellem 75.600 kr. og 317.500 kr. afhængigt af markedsværdien. Herudover opkræves der deslige gebyrer i forbindelse med udstedelse af nye aktier, medarbejderaktieordninger, ændring af navn med videre¹²². Alt dette løber op i en samlet gebyrpris på minimum 295.600 kr. med en markedsværdi under 100 mio. euro og maksimalt 897.500 kr. med en markedsværdi over 100 mio. euro.

Prisen for den certificerede rådgiver

Omkostningen i forbindelse med den certificerede rådgiver er mere skjult, og kan ikke findes med en simpel internetsøgning. Det fremgår af litteraturen, at denne udgiftspost må forventes at være den absolut største, i forbindelse med en emission og introduktion på kapitalmarkedet¹²³. For at fuldende denne analyse, har det derfor været nødvendigt at kontakte en række af de certificerede rådgivere. Til dette er tre certificerede rådgivere blevet adspurgt til deres priser. Fælles for disse tre selskaber er, at de succesfuldt har ført mindst tre SMV'er til optagelse på First North, hvorimod de andre certificerede rådgivere, kun har ført et færre antal på markedspladsen. Det var desværre kun en enkelt rådgiver, som ønskede at medvirke i dette projekts undersøgelse, men til gengæld tilbød den certificerede rådgiver, fuld gennemsigtighed i deres prisstruktur, mod anonymitet¹²⁴.

Hos denne rådgiver koster det et opstartshonorar på mellem 350.000 kr. og 400.000 kr. Optages udstederens aktie til handel, bliver der tillige opkrævet en »Succes Fee« på 6% af det samlede emissionsbeløb. Denne succes fee vil dog nedsættes procentuelt ved emissioner over 60 mio. kr. Efterfølgende, når optagelse på First North er opnået, er det et krav fra Nasdaq at udstederen stadigvæk har tilknyttet en certificeret rådgiver, i forhold til at opfylde compliance delen på kapitalmarkedet. Denne rådgiver opkræver et månedligt honorar på mellem 12.000 kr. og 15.000 kr. for denne service¹²⁵.

Det er nu nærliggende at opgøre de samlede eksterne omkostninger for en gennemsnitlig SMV, ved optagelse til handel på First North. Det erkendes at der findes langt flere omkostninger, både interne og

¹²¹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 359.

¹²² Nasdaq, "Nasdaq First North Growth Market Pricelist for Equity Issuers", 1. januar 2022.

¹²³ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 359.

¹²⁴ E-mailkorrespondance med navn kan deles i fortrolighed med vejleder og censor.

¹²⁵ Se Bilag 2 i litteraturlisten under afsnit "1.7. Andre bilag", for e-mailkorrespondance om prissætning hos rådgiveren, i anonymiseret udgave.

eksterne, i forbindelse med en emission og notering på First North, men i denne undersøgelse har det udelukkende været disse eksterne omkostninger, der har været interessante at undersøge. Det har det, da disse omkostninger kan sidestilles med den rente og de låneomkostninger, et alternativt lån hos et kreditinstitut vil have indebåret.

EKSTERNE OMKOSTNINGER VED OPTAGELSE PÅ FIRST NORTH FOR AUDIENTES A/S

ANSØGNINGSGEBYR	220.000 kr.
VARIABELT GEBYR	0 kr.
ÅRLIGT GEBYR	75.600 kr.
SAMLET OMKOSTNING TIL NASDAQ	<u>295.600 kr.</u>
OPSTARTSHONORAR	375.000 kr.
SUCCEFEE (6%)	2.400.000 kr.
ÅRLIGT HONORAR FOR COMPLIANCE	162.000 kr.
SAMLET OMKOSTNING TIL CERTIFICERET RÅDGIVER	<u>2.937.000 kr.</u>
EKSTERNE OMKOSTNINGER I ALT	<u>3.232.600 kr.</u>

Tabel 1.2. Prisestimat ekskl. moms for emission og optagelse på First North for Audientes A/S med 2022-priser. Selskabet er udvalgt da det er af gennemsnitlig størrelse af alle noterede SMV'er på First North, med en markedsværdi på 116 mio. kr. og udførte en emission hvor der blev tegnet aktier for i alt 40 mio. kr. Selskabet blev optaget til handel på First North d. 18. september 2020. Kilder: Egen tilvirkning på baggrund af Nasdaq (2022)¹²⁶ samt egen dataindsamling fra Bilag 1 og Bilag 2.

Audientes A/S fuldførte sin emission og indhentede ny kapital for i alt 40 mio. kr. i denne forbindelse. Det har formodentligt medført en udgift til Nasdaq Copenhagen samt den certificerede rådgiver på sammenlagt 3.232.600 kr. Skal beløbet opgøres som en procent, der kan sidestilles med en rente, kan det opføres således:

$$3.232.600 \text{ kr.} / 40.000.000 \text{ kr.} = \underline{0,0808}$$

Udgifterne svarer derfor til en omkostning på 8,1% af emissionsbeløbet for det første år. De efterfølgende år udgør omkostningerne derimod kun Nasdaqs og den certificerede rådgivers årlige gebyr, som sammenlagt udgør:

$$75.600 \text{ kr.} + 162.000 \text{ kr.} = \underline{237.600 \text{ kr. i årligt gebyr}}$$

Skal denne omkostning opgøres ud fra emissionsbeløbet udgør den:

$$237.600 \text{ kr.} / 40.000.000 \text{ kr.} = \underline{0,0059}$$

¹²⁶ Nasdaq, "Nasdaq First North Growth Market Pricelist for Equity Issuers", 1. januar 2022.

Det svarer dermed til en løbende årlig omkostning på 0,59% for at have indhentet 40 mio. kr. ekstra i egenkapital. Det er ikke nærliggende at tilføje dividendeomkostninger til investorerne, da stort set ingen SMV'er på First North udbetaler udbytte¹²⁷.

Er First North mislykket for de udstedende selskaber?

First North må vurderes som værende en succes for SMV'er, der ønsker egenkapitalfinansiering frem for fremmedfinansiering. Hele 96,15% af udbuddene blev i perioden 2015 til 2022 fuldttegnet. Det har en engangsomkostning på ca. 8,1% af emissionsbeløbet det første år, efterfulgt af en løbende omkostning på 0,59% af emissionsbeløbet. Det kan være svært at sidestille disse omkostninger, med de samme omkostninger ved at låne gennem et kreditinstitut. Dels fordi at kreditinstituttet forventer en månedlig tilbagebetaling samt rente, hvorimod investorerne ikke har en tilbagebetalingsforventning i form af udbytter, men snarer en kursgevinst for øje. Samtidig indebærer fremmedfinansieringen som bekendt en større risiko. Skal en sammenligning alligevel forsøges, har et 20-årigt obligationslån på 40 mio. kr. til erhverv en rentesats på 2% og en samlet ÅOP på 4,4% hos Nordea i 2022. Et sådant lån giver en samlet omkostning over de 20 år på i alt 16 mio. kr.¹²⁸ Skal omkostningerne til den egenkapitalfinansiering som vist i tabel 1.2 baseres på en 20-årig periode, vil den samlet påløbe en omkostning på i alt 7,7 mio. kr., altså under halvdelen af låneomkostningerne hos Nordea. Her skal det samtidig understreges endnu en gang, at egenkapitalfinansieringen ikke umiddelbart skal tilbagebetales gennem pengestrømme til investorerne.

Alt i alt er First North en utrolig attraktiv måde for SMV'er at indhente kapital på, og en attraktiv måde at finansiere en fremtidig vækstrejse.

3.3. Fra Nasdaq Copenhagens synspunkt

Den sidste aktør i denne analyse er Nasdaq Copenhagen selv. Nasdaq Copenhagen er det eneste selskab i Danmark, som driver multilaterale markedspladser og har dermed monopol, både hvad angår det regulerede marked, MHF og SMV-vækstmarked. Nasdaq opkræver både de nævnte gebyrer fra udstedere, men også gebyrer fra deltagerne på markedet, som betaler for at være medlem af det pågældende marked. Desuden har Nasdaq Copenhagen også en tredje indtægtskilde, nemlig de markedsdata som de sælger til kunder¹²⁹.

Succes målt som profitabilitet

Det har ikke været muligt at opnå indsigt i fordelingen af indtægter hos Nasdaq Copenhagen, for henholdsvis First North, Københavns Fondsbørs og de andre services, som tilbydes. Derfor har undersøgelsen af profitabiliteten af Nasdaq Copenhagen været nødsaget til at være overordnet. Umiddelbart kunne det virke oplagt at se på antallet af noteringer hvert år, og derudfra udregne de samlede ansøgningsgebyrer,

¹²⁷ Se Bilag 1, "Dataindsamling udstedere på FN" under arket "Aktive FN selskaber" for udbyttehistorik.

¹²⁸ Nordea, "Låneberegner: Beregn hvad det koster at låne til erhverv", 2022.

¹²⁹ Nasdaq, "Annual Report 2020", Nasdaq Copenhagen A/S, 2021, s. 8.

variable gebyrer og årlige gebyrer, men det vil give et misvisende resultat. Nasdaq har ligeledes indtægter fra salg af data og fra medlemmerne af markedspladsen. Desuden har Nasdaq Copenhagen et undervisnings- og certificeringsforløb, således at rådgivere kan opnå den certificering, som det netop kræver at introducere selskaber på First North, samt at være compliance rådgiver efterfølgende. Schaumburg-Müller og Werlauff giver udtryk for at dette forløb er omkostningstungt, men den præcise indtægt for Nasdaq Copenhagen kendes ikke¹³⁰.

Nedenfor er sammendraget de relevante, overordnede nøgletal for Nasdaq Copenhagen for perioden 2016 til 2020.

<i>I t.kr.</i>	2020	2019	2018	2017	2016
Omsætning	376.248	344.351	354.868	337.249	347.468
Bruttofortjeneste	313.027	277.957	294.312	282.593	286.692
Årets resultat	206.659	182.072	197.631	189.428	190.134
Profitmargin efter skat	54,93%	52,87%	55,69%	56,17%	54,72%
Egenkapitalforrentning	65,27%	59,25%	62,90%	59,87%	62,22%
Udloddet udbytte	207.000	180.000	190.000	190.000	170.000

Tabel 1.3. Femårigt sammendrag af nøgletal for Nasdaq Copenhagen A/S. Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Nasdaq (2021)¹³¹, Nasdaq (2019)¹³² samt Nasdaq (2017)¹³³.

Nasdaq Copenhagen har en stabil og høj indtjening i alle årene. Det er ikke en forretning som har udpræget vækst, og selskabets ledelse bemærker da også i årsrapporten for 2020, at årets resultat på lidt over 206 mio. kr. er »*higher than expected*«¹³⁴. Nasdaq Copenhagen formår da også at udlodde hele årets resultat som skattefrit udbytte, efter SEL § 13, stk. 1, nr. 2, til sit overliggende moderselskab i Finland, senest hele 207 mio. kr. for regnskabsåret i 2020.

Det fremgår af regnskabernes ledelsesberetning, at det primært er det regulerede marked, som driver Nasdaq Copenhagens indtjening¹³⁵. Men ud fra de præsenterede gebyrstrukturer i afsnit 4.2, må det stadig formodes, at First North markedspladsen bidrager til en del af dette store overskud. First North vurderes derfor som værende en succes for Nasdaq Copenhagen, ud fra en profitabilitetsbetragtning.

Succes målt som antallet af noteringer

Et andet succesparameter er antallet af selskaber, som udsteder aktier på First North. Vokser antallet af årlige noteringer på markedspladsen eller er interessen faldende? På baggrund af data fra Nasdaq Euro-

¹³⁰ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 89.

¹³¹ Nasdaq, "Annual Report 2020", Nasdaq Copenhagen A/S, 2021, s. 7 og 25.

¹³² Nasdaq, "Annual Report 2018", Nasdaq Copenhagen A/S, 2019, s. 20.

¹³³ Nasdaq, "Årsrapport 2016", Nasdaq Copenhagen A/S, 2017, s. 23.

¹³⁴ Nasdaq, "Annual Report 2020", Nasdaq Copenhagen A/S, 2021, s. 24.

¹³⁵ Nasdaq, "Annual Report 2020", Nasdaq Copenhagen A/S, 2021, s. 8.

pe, har det været muligt at undersøge ændringen i antallet af udstedere med aktier på First North¹³⁶. Ændringen er undersøgt som en nettoændring, da afnoteringer må betragtes som en negativ påvirkning. På den måde giver undersøgelsen et mere retvisende billede af væksten i antallet af udstedere, som har aktier til handel på First North. For at øge validiteten af analysen er samtidig tilføjet antallet af afnoteringer og nye noteringer i perioden.

<i>Vækst i antal udstedere på First North</i>	2015-2016	2017-2018	2019-2020	2021-2022
Antal aktieudstedere på First North	15	22	37	56
Nettovækst for perioden	-	47%	68%	51%
Nye noteringer for perioden	-	13	15	21
Afnoteringer for perioden	6	0	2	1

Tabel 1.4. Sammendrag af antallet af selskaber med aktier optaget til handel på First North Danmark og de periodiske ændringer her i. Kilde: Egen tilvirkning og dataindsamling, se Bilag 1, "Dataindsamling udstedere på FN" under arket "Selskaber noteret på FN".

First North havde i 2015-2016 kun 15 udsteders aktier optaget til handel, i mod de i alt 56 for perioden 2021-2022. Det er en samlet vækst i antallet af udstedere på i alt 273% for den syvårige periode. Det kan dermed konkluderes, at First North vækster på baggrund af antallet af udstedende selskaber, som er noteret på markedspladsen. Det er endda en betydelig vækst, som ikke ligefrem virker til at være forbigående, når de enkelte perioder sammenholdes. Samtidig er antallet af afnoteringer faldende, hvorfor det må forstås som værende attraktivt at fortsætte som udsteder på First North.

First North vurderes derfor umiddelbart som værende en succes på baggrund af væksten i antallet af noteringer på markedspladsen. Men for at gøre analysen mere valid, er det nødvendigt at sammenligne denne nettovækst med et andet lignende SMV-vækstmarked. Der er flere faktorer, som kan spille ind på denne vækst, så som tidspunkt i konjunktoren, investerings- og iværksætttermiljøet i landet, politik og ikke mindst markedspladsens egen markedsføring. Derfor har det været oplagt at sammenholde Nasdaqs First North markedsplads i Danmark med Nasdaqs selvsamme First North markedspladser, bare i Sverige og Finland. Fælles for alle er, at de tidligere var almindelige MHF'er, men blev omdannet til SMV-vækstmarkeder i samme omgang d. 1. september 2019 og følger samme regelsæt¹³⁷.

¹³⁶ Dataen findes i bilag 1, "Dataindsamling udstedere på FN" under arket "Selskaber noteret på FN".

¹³⁷ Carsted Rosenberg, "Nasdaq First North becomes an SME Growth Market", 1. September 2019.

<i>Vækst i antal udstedere på First North</i>	<i>FN Danmark</i>	<i>FN Sverige</i>	<i>FN Finland</i>
Antal aktieudstedere i 2015-2016	15	492	24
Antal aktieudstedere 2021-2022	56	698	59
Vækst i antal udstedere for 2017-2018	47%	14%	54%
Vækst i antal udstedere for 2019-2020	68%	6%	5%
Vækst i antal udstedere for 2021-2022	51%	18%	51%
Nettovækst for hele perioden	273%	42%	146%

Tabel 1.5. Sammenligning af væksten i antallet af udstedere med aktier på hhv. First North Danmark, First North Sverige og First North Finland. Kilde: Egen tilvirkning og dataindsamling, se Bilag 1, "Dataindsamling udstedere på FN" under arket "FN Sverige og Finland".

Som det fremgår af tabel 1.5. har den svenske markedsplads absolut flest udstedende selskaber, men omvendt har den haft den mindste nettovækst over perioderne. Den finske markedsplads har næstflest udstedere og har samtidig oplevet en samlet nettovækst på 146%. Spejles disse tal mod den danske markedsplads, bliver det tydeligt, at der i Danmark har været en rivende succes. First North i Danmark har vækstet 6,5 gange mere en First North i Sverige, og næsten dobbelt så meget som First North i Finland for den samme periode.

First North kan dermed betragtes som værende en succes fra Nasdaq Copenhagens synspunkt. Nasdaq skaber en enorm profit, antallet af udstedere på First North Danmark er i den kraftigste vækst målt mod Sverige og Finland, og der sker samtidig ikke synderligt mange afnoteringer. Et spørgsmål som så er væsentligt at stille er, om så mange noteringer som muligt, er en reel succes for markedet og dermed investorerne? For hvor sunde og profitable er de udstedende selskaber egentlig? Det vil næste afsnit 3.4.1 undersøge dybere.

3.4. Hvordan måles First Norths succes?

Det ligger nu klart, at First North ikke er mislykket for alle aktører på markedspladsen. Både Nasdaq Copenhagen og de udstedende SMV'er har altså succes, mens investorerne lider. Men hvem er SMV-vækstmarkedet egentlig rettet mod at give succes? I MiFID II-direktivet fremgår det af præambelbetragtning nr. 3, at det overordnede formål med direktivet er at sikre en endnu bedre beskyttelse af investorerne, og dette efterfølges af betragtning nr. 4, hvor det fremgår, at dette bl.a. skal opnås gennem en langt større gennemsigtighed på markedet. Et stykke længere inde i direktivet, fremhæves et andet hovedformål med direktivet, nemlig at oprette markedspladstypen SMV-vækstmarked, som skal være med til at sikre et stabilt indre marked for investeringer og capitalsøgning for SMV'er, jf. præambelbetragtning

nr. 132. SMV-vækstmarked tiltaget udbygges i præambelbetragtningen med, at denne type markedsplads skal have en blåstempling, som er et symbol på en højnet investorbeskyttelse¹³⁸.

MiFID II-direktivet sigter altså både efter at give SMV'erne favorable vækstmuligheder, men at investorerne samtidig tilgodeses gennem høj beskyttelse. Helt omvendt forholder det sig faktisk i den langt nyere forordning (EU) nr. 2115/2019, hvoraf det fremgår af præambelbetragtning nr. 4, at:

»Et SMV-vækstmarkeds succes bør ikke måles alene på antallet af noterede virksomheder på dette SMV-vækstmarked, men snarere på den vækstrate, som disse virksomheder opnår. Der er behov for et skarpere fokus på SMV'er — de endelige begunstigede efter denne forordning — og deres behov.«

Kilde: Forordning (EU) nr. 2115/2019 om SMV-vækstmarkeders præambelbetragtning nr. 4.

Efter betragtningen her, fremgår svaret på spørgsmålet tydeligt, nærmest helt understreget. For det første skal First Norths succes måles dels på antallet af noteringer, som de foretager. Som undersøgt i afsnit 3.3, må det erkendes at First North har stor succes målt på dette parameter. Antallet af noteringer på First North Danmark er i kraftig vækst. Men efter præambelbetragtningen er den primære succesfaktor den vækstrate, som virksomhederne efterfølgende opnår, når de har opnået deres egenkapitalfinansiering gennem kapitalmarkedet. Politikerne fastsætter dermed en mere konkret måleenhed for First Norths succes samtidig med at det understreges at SMV'er altså er de endeligt begunstigede af SMV-vækstmarkederne, og dermed modsat sluttet; ikke investorerne. Det er SMV'ernes behov for vækst, som skal opfyldes, ikke investorernes behov for et afkast, sådan må forordningen forstås.

3.4.1. First Norths succes efter forordningens forskrifter

Derfor vil denne afsluttende analysedel i nærværende kapitel forsøge at måle succes af First North efter præambelbetragtningens forskrifter. Analysen har en udpræget grad af subjektivitet, hvilket ses i form af både selekteringen af de undersøgte First North udstedere, men også i analysen og forståelsen af begrebet »vækstrate«. For at gøre analysen valid og transparent, vil der derfor først gennemgås en række metodiske overvejelser i denne henseende.

Selekteringsmetode

First North markedspladsen har eksisteret siden 2005, men blev først i 2019 et SMV-vækstmarked, som nævnt i afsnit 3.3. I forbindelse med denne overgang udsprang et nyt regelsæt, den omtalte rulebook for udstederne, som både har krav til udstedernes drift, regnskab, udbudsmateriale og mere. Det er også i perioden fra 2018 til 2021, at antallet af nye udstedere på First North stiger drastisk. Samtidig er det fra og med 2019, at forordning (EU) nr. 2115/2019 om SMV-vækstmarkeder træder i kraft.

¹³⁸ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 49 & 146.

Disse momenter har derfor gjort det mest interessant at kigge på noteringerne fra nyere tid, når undersøgelsen skal omhandle vækstraten hos de udstedende selskaber og ud fra forordningens præambelbetragtning nr. 4, som netop fik virkning fra 2019. Kombineret med disse interessefaktorer er der et behov for dels at have et nok antal selskaber med i undersøgelsen til at gøre den repræsentativ, samtidig med at der er et behov for at selskabernes regnskaber indeholder regnskabstal for en lang nok periode, til at en valid vækstrate kan beregnes.

Derfor er samtlige 55 udsteders udbudsmateriale for perioden blevet gennemgået, for finde de selskaber der opfylder følgende kriterier:

- Udbudt og optaget til handel på First North i 2017, 2018 eller 2019.
- Har offentliggjort omsætningstal for minimum tre sammenhængende år efter noteringen.

Det har været nødvendigt at inddrage udbuddene fra 2017 og 2018, for at opnå et tilstrækkeligt antal selskaber i undersøgelsen. Det skyldes at langt de færreste selskaber endnu har offentliggjort deres regnskab for 2021. Dermed har de fleste nyere noteringer, kun har offentliggjort regnskaber for to år, hvilket betyder at en vækstanalyse heraf, kun vil kunne baseres på et enkelt års udvikling. Det vurderes ikke som værende validt at undersøge en vækstrate over et enkelt års udvikling, da alt for mange faktorer så kan påvirke resultatet og derfor er disse udbud ikke medtaget i undersøgelsen.

På baggrund af disse kriterier er følgende 12 udstedere udvalgt til analysen:

Selskab	Noteringsdato
<i>Agillic A/S</i>	21. marts 2018
<i>Conferize A/S</i>	23. juni 2017
<i>Danish Aerospace Company A/S</i>	27. maj 2019
<i>GreenMobility A/S</i> ¹³⁹	16. juni 2017
<i>Happy Helper A/S</i>	26. April 2018
<i>Hypefactors A/S</i>	3. september 2018
<i>Konsolidator A/S</i>	10. maj 2019
<i>Odico A/S</i>	2. juli 2018
<i>Scape Technologies A/S</i>	26. november 2018
<i>Seluxit A/S</i>	9. november 2018
<i>SPENN Technology A/S</i>	17. august 2018
<i>ViroGates A/S</i>	26. juni 2018

Tabel 1.6. De udvalgte udstedere i denne undersøgelse på baggrund af selekteringskriterierne. Kilde: Egen dataindsamling¹⁴⁰ på baggrund af Nasdaqs database over selskabsmeddelelser og udbudsmateriale¹⁴¹.

¹³⁹ GreenMobility A/S er, som tidligere nævnt, i dag noteret på main market. Det er en del af formålet med et SMV-vækstmarked, at gøre ikke børsmodne virksomheder børsmodne. Selskabet bør derfor indgå i undersøgelsen om vækstrater, da det formodentlig har haft den succes, som netop er formålet med retsakternes forskrifter.

¹⁴⁰ Bilag 1, "Dataindsamling udstedere på FN" under arket "Regnskabstal for FN selskaber"

¹⁴¹ Nasdaq, "Selskabsmeddelelser". Database over alle selskabers meddelelser og udbudsmateriale.

Definitionen af »vækstrate«

Den vækstrate som præambelbetragtning nr. 4 i forordning (EU) nr. 2115/2019 foreskriver, er ikke yderligere defineret i forordningen og en vækstrate kan forstås på flere forskellige måder. Denne afhandling søger generelt en forståelse af problemfeltet i et investorperspektiv, og derfor vil det være mest naturligt også at definere vækstraten ud fra et investorperspektiv.

En vækstvirksomhed har sjældent et positivt resultat, da kendetegnet ved netop en vækstvirksomhed er, at den investerer sine midler i at øge væksten. Disse investeringer skulle så gerne give udslag i en stigende markedsandel og omsætning eller en stigende aktivmasse, hvis der er tale om udvikling eller opkøb¹⁴². Det vil være svært at undersøge og sammenligne en stigende aktivmasse på tværs af de 12 selskaber, da det er en regnskabspost, som hviler på den anvendte regnskabspraksis og værdiansættelse¹⁴³. Derfor vil vækstraten i denne undersøgelse primært defineres som omsætningsvækst, da det er en konkret måleenhed, som samtidig kan sammenlignes.

Der er samtidig en nødvendighed i at erkende, at ikke alle virksomheder benytter sig af samme vækststrategi. Det er derfor ideelt at gøre vækstperspektivet mere nuanceret, med tanke på den valgte metode om profitmaksimering fra afsnit 1.4, og af den grund også undersøge egenkapitalforrentningen for perioden. Egenkapitalforrentning fortæller først og fremmest om selskabet har et positivt eller negativt resultat for perioden, samtidig med at tallet indikerer den procentsats som investorernes indskudte kapital enten er blevet forrentet med eller tabt. Samtidig gør nøgletallet det muligt at beregne hvad omsætningsvæksten rent nominelt har kostet investorerne. Hvilke selskaber kan dermed vækste relativt billigt og hvilke har det været dyrt for sammenlignet med de andre?

Vækst, set i et investorperspektiv, kan også forstås som væksten i aktiekursen. For dermed at fuldende analysen, er der samtidig opgjort en kursudvikling for perioden. Det giver samtidig en større substans til forståelsen af hele afhandlingens genstandsfelt; det manglende afkast. For hvilke nøgletal, i relation til omsætningsvækst og stigende markedsandele, belønner egentlig investorerne med det bedste afkast? Er det mon de selskaber, som billigst kan vækste, eller blot de selskaber, der er vækstet mest? Metodisk har det ikke været relevant at medregne dividender til kursudviklingen, for at finde et totalt afkast, da ingen af selskaberne har udbetalt udbytte siden noteringen¹⁴⁴.

I denne undersøgelse vil »vækstrate« derfor forstås og undersøges som følgende nøgletal for hele perioden siden noteringen på First North:

- Den procentuelle udvikling i nettoomsætning (OMS-vækst)
- Den gennemsnitlige egenkapitalforrentning (EK-forrentning)
- Afkastet siden første handelsdag (Kursudvikling)

¹⁴² John Stihøj, "Sådan læser du et børsprospekt", punkt nr. 3, udgivet af Dansk Aktionærforening i 2018.

¹⁴³ Jan Fedders, Henrik Steffensen & Kim Tang Lassen, "Årsrapport efter internationale regnskabsstandards – fra dansk praksis til IFRS", 5. udgave, 2017, s. 1160-1162.

¹⁴⁴ Nasdaq OMX Nordic, "Aktier", database over samtlige aktier på Nasdaqs nordiske markedspladser. Data indsamlet 2. maj, 2022.

- Investorernes pris for at selskabet vækster omsætningen med 1 kr. (Pris for 1 kr. meromsætning)

Til at undersøge disse fem punkter, er de 12 udsteders reviderede årsregnskaber siden noteringen blevet gennemgået og analyseret, for at komprimere disse til en samlet vækstanalyse. Alle regnskabsdata findes i det vedlagte Bilag 1, "Dataindsamling udstedere på FN" under arket "Regnskabstal for FN selskaber".

Analysen

Analysen følger problemfeltet og metodens fremgang, og det er derfor helhedsbilledet, som er interessant at undersøge. Samtidig har der været behov for at fremhæve en række individuelle analyseresultater, som analysen her vil starte med at gennemgå.

Kun et enkelt selskab ud af de 12, har i perioden haft et positivt årets resultat efter skat, nemlig Danish Aerospace Company A/S. Til gengæld har selskabet haft en negativ omsætningsvækst for perioden. De resterende 11 selskaber har alle en negativ egenkapitalforrentning, formentlig pga. investeringer i vækst. Der er samtidig kun et selskab, som har givet investorerne et positivt afkast i form af kursudviklingen, nemlig Konsolidator A/S.

Selskab	OMS-vækst	EK-forrentning	Kursudvikling	Pris for 1 kr. meromsætning	Vægt
Agillic A/S	35,20%	-306,92%	-35,58%	8,75 kr.	0,09
Conferize A/S	400%	-64,55%	-97,94%	0,16 kr.	0,04
Danish Aerospace Company A/S	-7,22%	2,50%	-29,40%	0,35 kr.	0,13
GreenMobility A/S	339,16%	-324,24%	-28,24%	0,96 kr.	0,14
Happy Helper A/S	35,30%	-15,27%	-82,61%	0,43 kr.	0,09
Hypefactors A/S	474,49%	-215,08%	-27,88%	0,45 kr.	0,05
Konsolidator A/S	176,61%	-197,94%	54,92%	1,12 kr.	0,04
Odico A/S	150,40%	-23,10%	-65,59%	0,15 kr.	0,07
Scape Technologies A/S	-94,17%	-168,30%	-83,85%	-	0,08
Seluxit A/S	-62,15%	-16,62%	-44,84%	-	0,06
SPENN Technology A/S	36.344,00%	-363,88%	-97,98%	0,01 kr.	0,04
ViroGates A/S	61,51%	-44,07%	-7,84%	0,72 kr.	0,17
Simpelt gennemsnit	3.154,43%	-144,79%	-45,57%	1,31 kr.	
Vægtet gennemsnit	1.585,96%	-133,57%	-40,13%	1,37 kr.	1,00

Tabel 1.7. Vækstanalyse for de 12 udvalgte selskaber. Kilde: Egen tilvirkning og dataindsamling, se Bilag 1, "Dataindsamling udstedere på FN" under arket "Vækstrate analyse", på baggrund af Nasdaqs aktiedatabase¹⁴⁵.

¹⁴⁵ Nasdaq OMX Nordic, "Aktier", database over samtlige aktier på Nasdaqs nordiske markedspladser. Data indsamlet 2. maj, 2022.

Hvad der er opsigtsvækkende ved dette er, at Konsolidator A/S hverken er det selskab som er vækstet mest, dog en fornuftig omsætningsfremgang på 176,61%, men at det samtidig har kostet investorerne hele 1,12 kr. for hver kroners meromsætning selskabet har opnået. Det er den næst dyreste vækstrejse i denne sammenligning. Fokuseres der i stedet på den billigste vækstrejse, nemlig SPENN Technology A/S med en pris på kun 0,01 kr. pr. ekstra kroners omsætning, forholder det sig modsat. Investorerne har ikke belønnet denne enorme omsætningsvækst på hele 36.344%, og kursen er derfor faldet med hele 97,98% i perioden. Selvom at der umiddelbart virker til at være en modsatrettet effekt, gør det det stadig svært at gennemskue, ud fra denne analyse, hvilke parametre som investorerne investerer ud fra.

Mere generelt med analysen har det været ønsket at kigge på et gennemsnit af de 12 selskaber, for at se om Nasdaq og First North er lykkedes i at bidrage til disse SMV'ers vækst. Helt overordnet har 9 ud af de 12 selskaber haft omsætningsvækst, hvormed de 9 selskaber derfor opfylder kriteriet for at have vækstet. Ud fra et simpelt gennemsnit, har de 12 selskaber gennemsnitligt oplevet en omsætningsvækst på hele 3.154,43%. Selskaberne har dog vidt forskellige størrelser og foretaget vidt forskellige størrelser udbud ifm. noteringen på First North. Det har derfor været nødvendigt at foretage en vægtning, for igen at opnå investorperspektivet, og kunne anskue undersøgelsen ud fra den søgte indeksbetragtning, som i problemfeltet.

Selskaberne er derfor vægtet ud fra deres emissionsstørrelse, altså den monetære værdi af selve udbuddet, og udregningen af vægtningen kan findes i Bilag 1, "Dataindsamling udstedere på FN" under arket "Vækstrate analyse". Ved beregningen af prisen for 1 kroners meromsætning, har det været nødvendigt at fjerne Scape Technologies A/S og Seluxit A/S, da begge selskaber har negativ omsætningsfremgang og negativ egenkapitalforrentning. Prisen for at opnå meromsætning er dermed ikke mulig at beregne. Derfor indgår selskaberne heller ikke i vægtningen, ved det vægtede gennemsnit af dette nøgletal. Igen kan henledes til beregningerne i bilaget, hvis læser ønsker at undersøge de egentlige formler.

Er selskaberne lykkedes i at vækste?

Ud fra det vægtede gennemsnit, ser det ud til at selskaberne har oplevet en utrolig stærk omsætningsvækst, på hele 1.585,96%. Det vurderes som værende en imponerende vækst for en periode på 3 til 4 år. Rettes fokus dernæst på finansieringen af denne omsætningsvækst, finder analysen frem til et vægtet gennemsnit af egenkapitalforrentningen for samme periode på -133,57%. Det skal derfor understreges, at investorernes samlede kapital faktisk er tabt og sågar mere til. De fleste af selskaberne ender derfor i perioden med en negativ egenkapital og dermed en negativ soliditet. Her kan vækstselskaberne derfor glæde sig over det danske konkursbegreb og definitionen i konkurslovens¹⁴⁶ (KL) § 17, stk. 2, hvormed selskabets konkurs ikke defineres ved negativ soliditet, men ved insolvens. Så længe selskaberne derfor kan betale forpligtelserne løbende som de forfalder, kan de retligt fortsætte deres aktiviteter¹⁴⁷.

Selvom undersøgelsen her egentlig ikke handler om investorernes afkast, begynder der stadig at tegne sig et billede af, hvorfor aktiernes kurs daler så stødt som de gør, og hvorfor investorerne på First North ikke tjener penge. Selskaberne ejer principielt ikke nogen aktiver selv, da de skylder flere penge væk,

¹⁴⁶ Lovbekendtgørelse nr. 775 af 3. maj 2021 om konkurs.

¹⁴⁷ Anders Ørgaard, "Konkursret", 12. udgave, 2018, s. 33-34.

end de ejer værdi for. Hvordan skal den slags virksomheder værdiansættes, og er de overhovedet værd at skyde kapital i for en investor? Denne observation vil derfor indgå i det kommende afsnit 5.2 om revisors rolle, da den unægteligt hænger sammen med going concern begrebet. Investorerne må dog fortsat formodes at have en positiv forventning til selskaberne, i og med at aktiekurserne »kun« er faldet med et vægtet gennemsnit på 40,13%, samtidig med at investorernes indre værdi er faldet med hele 133,57%.

Sidste del af analysen viser, at selskaberne gennemsnitligt betaler 1,37 kr. for at opnå 1 kroners meromsætning. Nøgletallet er fundet ved at beregne forholdet mellem egenkapitalforrentningen og omsætningsvæksten. Det virker umiddelbart som en urentabel måde at vækste på, når væksten koster mere end selve indtjeningen. Men igen må det erkendes at det er et område, som er svært at foretage vurderinger af, i og med at der findes så vidt forskellige vækststrategier, brancher og forretningsmodeller.

Har Nasdaq og First North succes efter forordningens forskrifter?

Konklusionen på ovenstående analyse er lettere tvetydig, alt efter definitionen og indsigten i den vækst, som forordningen søger. Umiddelbart har Nasdaq succes med First North, når det kommer til SMV'ernes vækst. Men væksten virker ikke til at være sund og økonomisk bæredygtig, men en måde for selskaberne at øge udgifterne uforholdsmæssigt, holdt op imod omsætningsvæksten. Måles væksten fra et investorsperspektiv, er First North omvendt ikke en succes. Alt deres investerede kapital går tabt og de oplever samtidig en negativ kursudvikling på aktierne.

Disse tal og statistikker gør undersøgelsen af denne afhandlings problemfelt langt mere raffineret. Investeres der principielt i usunde foretagender, og er det derfor at investorerne ikke oplever et positivt afkast? Hvis ja, hvorfor er det mon så ikke de »sundeste« forretninger, som giver det mindst negative afkast, med tanke på at Konsolidator A/S er den eneste med et positivt afkast, men langt fra den med den mest bæredygtige vækst? Kan First North i samme omgang kaldes for en succes, blot fordi at markedspladsen formår at levere kapital til et stort antal SMV'er? Kapital som i sidst ende måske bare spildes på usund vækst?

Analysens resultater og revisors arbejde

Analysens resultater, tal og statistikker, skaber en begyndende transparens af markedspladsens udstedere, og åbner så småt op for, hvor revisor kan få en afgørende rolle i at øge investorbeskyttelsen. Analysen tyder på, at de selskaber, som optages til handel på First North, ikke har en igangværende sund forrentning eller vækstplan. Flere af selskaberne må sågar formodes at være truet hvad angår den fortsatte drift, både før og efter optagelsen på First North.

Det har derfor været relevant at gennemgå revisionspåtegninger for analysens tolv udvalgte selskabers, både fra før noteringen og efter noteringen, for at lokalisere eventuelle supplerende oplysninger eller forbehold fra revisor vedrørende going concern forhold.

Før notering

Ud af de tolv selskaber havde to af selskaberne selv fremhævet, at der var en væsentlig usikkerhed forbundet med den fremtidige drift, både i ledelsesberetningen og noterne. Derfor har revisor også kun påpeget forholdet som en supplerende oplysning i revisionspåtegningen¹⁴⁸. De to selskaber er Hypefactors A/S og Odico A/S og har begge været transparente omkring going concern forholdet i deres noter.

Efter notering

Efter optagelse på First North har hele fem ud af de tolv selskaber en supplerende oplysning, om væsentlig usikkerhed omkring den fortsatte drift. Ingen af selskaberne har en konklusion med forbehold eller en afkræftende konklusion, hvilket betyder at ledelsen altså selv har erkendt dette forhold, både som note og i ledelsesberetningen. Selvom der kun er tale om tolv selskaber i denne undersøgelse, betyder det altså at hele 41,67% af analysens udvalgte selskaber, er i tvivl om hvorvidt de kan fortsætte deres drift. De fem selskaber er Conferize A/S, GreenMobility A/S, Hypefactors A/S, Odico A/S og Scape Technologies A/S. Det er her værd at bemærke, at både Hypefactors A/S og Odico A/S altså både havde økonomiske vanskeligheder før og efter noteringen.

Alle disse oplysninger, tal og statistikker vil blive brugt i kapitel 5, som normativt vil søge måden hvorpå investorbekyttelsen kan højnes med hjælp fra revisors arbejde.

¹⁴⁸ Kim Füchsel m.fl., "Revisor – Regulering & Rapportering", 4. udgave, 2017, s. 248.

Kapitel 4: Udgør First North en trussel mod investorbeskyttelsen?

Denne afhandling har ikke alene til formål at bekræfte, at First North har udfordringer i forhold til investorenes afkast, men også at lokalisere en måde, hvorpå revisor kan bidrage til at løse problematikken. Før revisors virke i denne sammenhæng kan findes, er det nødvendigt at kigge grundigt ind i, hvorfor problematikken overhovedet opstår, hvilket de tidligere kapitler allerede let har berørt. Når denne sammenhæng er fundet, vil det dermed blive muligt at fastsætte en række foranstaltninger, som i fremtiden kan bidrage til en løsning.

Kapitlet her kigger derfor grundigere ind i de juridiske forskelle og ligheder mellem First North og det regulerede marked, samt den øgede investorbeskyttelse, som efter sigende skulle være at finde på et SMV-vækstmarked. Når fællestrækkene og forskellene er lokaliseret, vil det herefter være muligt at analysere afkastforskellen mellem markedspladserne, på baggrund af netop disse faktorer.

Første trin i processen er at forstå de grundlæggende krav for at være optaget til handel på First North og dernæst forskellen mellem en almindelig MHF og et SMV-vækstmarked. Kapitlet afrundes med en analyse af de løbende, og ofte krævende, oplysningsforpligtelser, som udstedere på hhv. et reguleret marked, en MHF og First North hver især har, for at finde forskelle herimellem, som påvirker investorbeskyttelsen, og hvilke forskelle som udgør en trussel heraf.

4.1. Krav for optagelse på First North

Når et selskab udbyder sine aktier til offentligheden, er der som bekendt en række grundlæggende krav som skal opfyldes på tidspunktet for udbuddet, men også løbende. På First North er der fire helt fundamentale områder som udstederen skal være bekendt, med for at kunne opfylde den krævede »compliance« på markedspladsen. Før de mere tekniske og detaljerede forskelle og krav mellem det regulerede marked og SMV-vækstmarkedet kan forstås, er disse fire fundamentale områder nødvendige at være bekendt med. Det er nemlig disse fire områder, der netop er med til at skabe de væsentlige forskelle.

4.1.1. Nasdaq First Norths Rulebook

Nasdaq har på tværs af sine nordiske SMV-vækstmarkeder, skabt et fælles regelsæt for de udstedende selskaber. Regelsættet skal ses som en udbygning på de kapitalmarkedsretlige forpligtelser, som juraen i forvejen kræver af disse udstedere, og regelsættet ændres samtidig løbende for at tilpasse sig markedets dynamik. Den seneste version af regelsættet er fra september 2019, i forbindelse med at First North blev omdannet til et SMV-vækstmarked¹⁴⁹.

¹⁴⁹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 397.

Nasdaq's rulebook skal betragtes som en formueretlig aftale, som udstederen forpligter sig til at opfylde. Dokumentet har som retskilde samme værdi som en aftale, når begge parter har underskrevet en kontrakt om at følge regelsættet¹⁵⁰. Derfor vil regelsættet skulle betragtes som værende gældende ret, hvis der opstår en eventuel tvist, der skal afgøres ved domstolene¹⁵¹. Udstederen accepterer samtidig også, at fremtidige ændringer i regelsættet skal opfyldes, jf. regelsættets punkt nr. 1.3. Dermed kan Nasdaq altså ændre vilkårene for denne formueretlige aftale, således de passer til markedets dynamik.

Et af de første krav i regelsættet er som bekendt, at udstederen skal have en »Certified Advisor« tilknyttet, jf. regelsættets punkt 2.3.6, litra a. Mere følger om denne rådgivers rolle i næste afsnit 4.1.2. Dernæst fremgår det, at kun aktier, der vurderes at have offentlig interesse samtidig med at udstederen opfylder samtlige af regelsættets retningslinjer, kan optages til handel på markedspladsen, jf. regelsættets punkt 2.1. Desuden fremgår det af punktet, at Nasdaq har ret til at opstille individuelle krav til hver udsteder, hvis dette findes nødvendigt for at opretholde investorernes interesser¹⁵².

Udover de nævnte elementer, er kravene i regelsættet meget basale og formelle. Det er bl.a. krav som at aktierne skal være registreret elektronisk, at aktiekursen mindst er 50 eurocent på optagelsestidspunktet, og at der skal være et passende udbud og efterspørgsmål, som anses for opfyldt hvis mindst 10% af aktierne er ejet af offentligheden. Der er dog ét bestemt nævneværdigt område, som gør en større forskel i reguleringen; valget af udbudsmateriale. Det er nemlig umiddelbart frit for det udstedende selskab, om det vil udarbejde en virksomhedsbeskrivelse eller et prospekt¹⁵³. Sker optagelsen ikke som led i en emission, har Nasdaq Copenhagen et krav om at der alligevel udarbejdes en virksomhedsbeskrivelse¹⁵⁴. Indholdet af virksomhedsbeskrivelsen er reguleret i regelsættets afsnit 3 og består af 17 meget basale punkter. De 17 punkter dækker over elementer, som skal indgå i virksomhedsbeskrivelsen, og udgøres bl.a. af; en beskrivelse af forretningsmodellen og konkurrencesituationen, risikofaktorer for forretningen, seneste reviderede årsopgørelse, en beskrivelse af virksomhedens seneste års finansielle udvikling, beskrivelse af aktieaflønningsprogrammer med mere¹⁵⁵. Kravene til virksomhedsbeskrivelsen fylder kun tre sider ud af den 55 siders lange rulebook, hvilket også giver en indikation af, hvor lempelig virksomhedsbeskrivelsen er, mod den i stedet 37 artikler lange forordning (EU) nr. 1129/2017 af 14. juni 2017 om prospekter (prospektforordningen)¹⁵⁶. Forskellen mellem virksomhedsbeskrivelsen og prospektet, i relation til problemfeltet, undersøges nærmere i afsnit 4.1.3.

Ud over reglerne om udbudsmateriale, er der hele 11 sider med krav til de oplysningsforpligtelser som udstederen skal opfylde, efter optagelsen på First North. Reglerne udgøres primært af en gentagelse af de eksisterende bestemmelser fra KAP, men der er samtidig en række områder, hvor Nasdaq faktisk har

¹⁵⁰ Lone L. Hansen & Erik Werlauff, *"Den juridiske metode – en introduktion"*, 2. udgave, 2016, s. 229.

¹⁵¹ Thomas Riis, Jan Trzaskowski med flere, *"Skriftlig Jura – Den juridiske fremstilling"*, 2. udgave, 2020, s. 611.

¹⁵² Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 398.

¹⁵³ Prospektet skal udarbejdes, hvis emissionen overstiger 8 mio. euro, jf. KAP § 10. Mere herom i afsnit 4.1.3.

¹⁵⁴ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 399.

¹⁵⁵ Nasdaq, *"Nasdaq First North Growth Market - Rulebook"*, 2021, s. 11-13.

¹⁵⁶ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1129/2017 af 14. juni 2017 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, og om ophævelse af direktiv 2003/71.

skærpet kravene i forhold til loven¹⁵⁷. Det er derfor et område som er gennemgående analyseret i afsnit 4.3.2.

4.1.2. Certified Advisor

Nasdaq har oprettet en helt særlig titel, som benævnes »Certified Advisor«. Titlen bruges om de rådgivervirksomheder, som har gennemgået og bestået Nasdaqs uddannelsesforløb, og Nasdaq Copenhagen fører et kartotek over de certificerede rådgivere. Samtidig har Nasdaq beføjelse til også at fratage rådgivere denne benævnelse igen, hvis de modvirker en sund og bæredygtig drift af First North markedspladsen. De certificerede rådgivere er kun noget, som findes på First North, og det er derfor også en væsentlig forskel til det regulerede marked¹⁵⁸. Det er som bekendt et krav i First Norths regelsæt, at en udsteder har tilknyttet en rådgiver med denne certificering, jf. regelsættets punkt nr. 1.2.

Det er den certificerede rådgivers opgave at sikre at udstederen opfylder samtlige optagelseskrav, men også de løbende forpligtelser, som følger med, når udstederen er optaget til handel på First North. Derudover skal rådgiveren også sørge for, at udstederen hele tiden er ajour med First Norths regelsæt, og sågar rapportere til Nasdaq Copenhagen, hvis der forefinder overtrædelser her af¹⁵⁹. Efter First Norths regelsæt, er det et krav at der i virksomhedsbeskrivelsen og andet materiale klart og tydeligt står skrevet, at den certificerede rådgiver ikke bærer noget ansvar for indholdet, og at kun udstederen kan stilles til ansvar, jf. regelsættets punkt 3.2, litra c¹⁶⁰.

4.1.3. Prospekt eller virksomhedsbeskrivelse

Et utrolig vigtigt element i investorbeskyttelsen, ligger i de oplysninger, som skal offentliggøres i forbindelse med et offentligt udbud. Det er samtidig et element, som kan være omkostningstungt og ressourcerekrævende for det selskab, som ønsker at udbyde sine aktier. Derfor er der i reguleringen af dette, forsøgt fundet en afbalanceret vejning af henholdsvis investorernes efterspørgsel efter oplysninger, og de udstedende selskabers forpligtelser. Denne afvejning klassificerer bl.a. investorerne som henholdsvis detail, retail og kvalificerede investorer, hvilket har en betydning for udstederens forpligtelser i forbindelse med udbuddet, samtidig med at den kapitalmæssige størrelse på udbuddet ligeledes har en betydning for mængden af forpligtelser¹⁶¹.

I relation til dette investorbeskyttelsesområde, er der principielt to veje at gå, når der udbydes aktier gennem First North:

- 1) Udarbejdelsen af en virksomhedsbeskrivelse i medfør af First Norths Rulebook, eller
- 2) Udarbejdelsen af et prospekt efter prospektforordningen.

¹⁵⁷ Nasdaq, "Nasdaq First North Growth Market - Rulebook", 2021, s. 14-25.

¹⁵⁸ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 398.

¹⁵⁹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 399.

¹⁶⁰ Nasdaq, "Nasdaq First North Growth Market - Rulebook", 2021, s. 13.

¹⁶¹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 404-406.

I reguleringen heraf, er det ikke et helt frivilligt valg for det udstedende selskab. Overstiger udbuddet af aktier nemlig 8 mio. euro, er det et lovkrav at udarbejde et prospekt, når udbuddet henvender sig til detailinvestorer, som netop er tilfældet på First North, jf. KAP § 10. Omvendt kan et udstedende selskab frivilligt vælge at udarbejde et prospekt efter prospektforordningens bestemmelser, hvis det holder sig under tærsklen på de 8 mio. euro. Prospekter er strengt reguleret og skal godkendes af en kompetent myndighed, jf. prospektforordningens art. 20, stk. 1., som ved udbud i Danmark er Finanstilsynet, jf. KAP § 13¹⁶². Virksomhedsbeskrivelsen skal omvendt udelukkende godkendes af Nasdaq Copenhagen¹⁶³, og af den årsag bør prospektet altså betragtes som langt mere validt. Virksomhedsbeskrivelsen skal dermed også ses som det lempelige valg, da det er mindre ressourcekrævende at opfylde. Bestemmelserne er forholdsvis nye og prospektkravet samt tærskelværdien fandt anvendelse fra d. 21. juli 2018, jf. prospektforordningens art. 49, stk. 2. Dermed har bestemmelserne haft en betydning for næsten alle selskaberne på First North, som har kunnet gøre brug af disse lempelsesmuligheder. Tidligere var det nemlig sådan, at der allerede skulle udarbejdes et prospekt ved udbud over 2,5 mio. euro, hvorfor stort set alle udbud på First North havde været tvunget til at vælge prospektet, jf. direktiv (EF) nr. 71/2003 af 4. november 2003 om prospekter (prospektdirektivet), som i dag er forældet og udskiftet med prospektforordningen¹⁶⁴.

I forlængelse af dette, er der også i prospektforordningen indført lempelser for SMV'er, som søger optagelse på et SMV-vækstmarked. Disse SMV'er kan vælge at udarbejde et EU-vækstprospekt, som er betydeligt lettere at udarbejde, end et standardprospekt, både i forhold til de administrative byrder såvel som omkostningerne forbundet hermed, jf. prospektforordningens art. 15, stk. 2. EU-vækstprospektet skal stadig indeholde samtlige kerneoplysninger, men formatet og opstillingen med videre, er væsentligt lempet. EU-vækstprospektet skal ligeledes godkendes af Finanstilsynet, hvilket opretholder den højere validitet, i forhold til en virksomhedsbeskrivelse¹⁶⁵.

Det interessante for netop dette område er at undersøge hvorvidt der er en faktisk forskel i investorernes afkast, alt efter om der er udarbejdet et prospekt eller den mere simple virksomhedsbeskrivelse. Det kunne formodes, at der i en virksomhedsbeskrivelse, kunne opstilles urealistiske vækst mål og indtjeningsmuligheder, som dermed vil vildlede investorerne, når nu dokumentet ikke skal godkendes af en kompetent tilsynsmyndighed. Dermed underforstået; er virksomhedsbeskrivelsen måske en trussel mod den generelle investorbeskyttelse, og kan det overordnede negative afkast tilskyndes denne lempelsesmulighed?

	Virksomhedsbeskrivelse	Prospekt	I alt
Antal udstedere	30	21	51
Gennemsnitligt afkast	-29,98%	-41,12%	-34,57%

Tabel 1.8. Sammenligning af det gennemsnitlige afkast for udbud med en virksomhedsbeskrivelse og udbud med et prospekt. Afkastet udgøres af dividender såvel som kursafkastet siden første handelsdag. Kilde: Bilag 1, "Dataindsamling udstedere på FN" under arket "Aktive FN Selskaber".

¹⁶² Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 402.

¹⁶³ Nasdaq, "Nasdaq First North Growth Market - Rulebook", 2021, s. 11.

¹⁶⁴ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 26-27.

¹⁶⁵ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 418.

Analysen har taget udgangspunkt i de 51 udstedere, som pr. 2. maj 2022 er optaget til handel på First North, eller oprindeligt blev optaget på First North men senere flyttet til det regulerede marked,¹⁶⁶ og som blev optaget på First North som led i en emission¹⁶⁷. Af de 51 udstedere har 30 benyttet sig af den lempeligere virksomhedsbeskrivelse, hvorimod 21 har fulgt prospektforordningens forskrifter. Det viser sig faktisk, at de 30 selskaber med virksomhedsbeskrivelsen, har haft et mindre negativt afkast, end de 21 selskaber med prospektet. Der er en forskel på 11,14% mellem de to grupper.

Af de 21 selskaber, som har valgt prospektet som udbudsmateriale, er det faktisk kun 10 af dem, som har været nødsaget hertil, som følge af grænseværdien i KAP § 10, der finder anvendelse på udbud, der overstiger 8 mio. euro. De resterende 11 må formodes at have gjort brug af prospektet på frivillig basis, som ellers er langt mere juridisk reguleret og tilmed skal godkendes af Finanstilsynet og ikke kun Nasdaq, jf. prospektforordningens art. 20, stk. 1 samt KAP § 13.

Som konklusion på dette undersøgende spørgsmål, må det vurderes at virksomhedsbeskrivelsen ikke har en negativ effekt på investorernes afkast. Der findes ikke en signifikant negativ forskel på investorernes afkast, alt efter om de har investeret i selskaber med et prospekt eller selskaber med en lempelig virksomhedsbeskrivelse. Det vurderes derfor ikke som værende relevant at undersøge indholdet og bestemmelserne for en virksomhedsbeskrivelse yderligere i dette projekt.

4.2. Supplerende krav for et SMV-Vækstmarked

Gennem de forrige kapitler, er det gentagende gange blevet pointeret, at det ene af de to hovedformål med et SMV-vækstmarked, er at højne investorbeskyttelsen og skabe en konkret form for politisk blåstempling af en sådan markedsplads. Endelig er det nu tid til at kigge ind i de supplerende krav, som en operatør af en MHF skal opfylde, for at opnå den omtalte blåstempling som et SMV-vækstmarked, og dermed øge investorbeskyttelsen i forhold til almindelige MHF'er. Kravene er implementeret i KAP §§ 110-113 i medfør af MiFID II-direktivets art. 33¹⁶⁸. Kravene er forsøgt simplificeret nedenfor, hvorfor kun det essentielle for investorbeskyttelsen er fremhævet. Bestemmelserne vil løbende analyseres i sammenhold med faktum om, hvor vidt de reelt højner investorbeskyttelsen, eller om de blot er et symbolsk prædikat.

KAP § 110: Selve tilladelsen

Driften af et SMV-vækstmarked, og retten til at benytte etikken som SMV-vækstmarked, må ikke påbegyndes før Finanstilsynet har givet operatøren tilladelse samt registreret markedspladsen som et SMV-vækstmarked, jf. KAP § 110, stk. 1. Det kræver at operatøren indsender en ansøgning samt opfylder alle øvrige betingelser i forhold til driften af en MHF, jf. KAP § 110, stk. 2 og 3. Herefter giver Finanstilsynet

¹⁶⁶ Dette gør sig gældende for Penneo A/S og GreenMobility A/S, som i dag handles på Københavns Fondsbørs, men alligevel indgår i denne undersøgelse, da de startede på First North.

¹⁶⁷ Dermed er HRC World Plc, Jobindex A/S og Onxeo SA ikke medtaget, da disse tre selskaber blev optaget til handel uden at gøre det som led i en emission.

¹⁶⁸ Jesper Lau Hansen, "Kapitalmarkedsloven med kommentarer", 1. udgave, 2020, s. 619.

enten afslag eller tilladelse, inden for 6 måneder, jf. KAP § 110, stk. 4. Det er strafbelagt at kalde sig et SMV-vækstmarked før registreringen har fundet sted, jf. KAP § 247¹⁶⁹.

KAP § 111: De supplerende krav for et SMV-vækstmarked

Selve de supplerende krav for et SMV-vækstmarked skal findes i KAP § 111, og udgør faktisk ikke ret mange yderligere bestemmelser, end for en almindelig MHF. Det er altså disse bestemmelser, som har til hensigt at skabe den øgede investorbeskyttelse og udgør blåstemplingen af markedspladsen¹⁷⁰. Det er derfor denne ene paragraf, som ideelt udgør forskellen mellem en almindelig MHF og et SMV-vækstmarked, og derfor er disse bestemmelser mere gennemgående forklaret:

- For det første, skal mindst 50% af de udstedere, som er optaget til handel, være SMV'er, og dermed have en markedsværdi på under 200 mio. euro, de seneste tre kalenderår, jf. KAP § 111, stk. 1, nr. 1. Antallet af udstedere opgøres nominelt og ikke på baggrund af markedsværdi¹⁷¹.
- For det andet, skal operatøren fastlægge regler, systemer og procedurer, som opsætter en række passende kriterier i forbindelse med både den første men også efterfølgende optagelser til handel på markedspladsen, jf. KAP § 111, stk. 1, nr. 2. Kriterierne skal være med det formål at højne investorbeskyttelsesniveauet¹⁷².
- For det tredje, skal operatøren desuden have regler, systemer og procedurer, som sikrer at der også efter optagelse til handel, er og bliver offentligt tilstrækkeligt med oplysninger om udstederen, så investoren kontinuerligt kan foretage en informeret vurdering af investeringen, jf. KAP § 111, stk. 1, nr. 3. Dette kan være i form af et såkaldt "optagelsesdokument", som hos First North er den tidligere omtalte virksomhedsbeskrivelse, eller et prospekt udarbejdet efter prospektforordningen¹⁷³.
- For det fjerde, skal operatøren også sikre, at samtlige udstedere på markedspladsen aflægger, eller der på udstederens vegne aflægges, de relevante løbende regnskaber, herunder specifikt krav om reviderede årsregnskaber, jf. KAP § 111, stk. 1, nr. 4. Det er her værd at notere sig, at hverken MHF'er eller SMV-vækstmarkeder er omfattet af gennemsigtighedsdirektivet, og at KAP § 111, stk. 1, nr. 4 derfor er det eneste faktiske krav til udstedere på et SMV-vækstmarked, når det drejer sig om offentliggørelsen af regnskaber¹⁷⁴. Revisor kan dermed formodes kun at revidere og kontrollere den løbende årsrapport.

¹⁶⁹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 146.

¹⁷⁰ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 147.

¹⁷¹ Jesper Lau Hansen, "Kapitalmarkedsloven med kommentarer", 1. udgave, 2020, s. 622-623.

¹⁷² Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 148.

¹⁷³ Jesper Lau Hansen, "Kapitalmarkedsloven med kommentarer", 1. udgave, 2020, s. 624.

¹⁷⁴ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 149.

- For det femte, er det operatørens ansvar, at udstedere overholder sine forpligtelser i medfør af forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug¹⁷⁵ (markedsmisbrugsforordningen), jf. KAP § 111, stk. 1, nr. 5. Dette gælder desuden også operatøren af en MHF. Udstedere på SMV-vækstmarkeder har dog opnået en række lempelser i forhold til almindelige MHF'er, når det kommer til markedsmisbrugsforordningen, i medfør af forordning (EU) nr. 2115/2019 af 27. november 2019 om SMV-vækstmarkeder. Lempelserne vedrører blandt andet tilsynet og føringen af insiderlister¹⁷⁶. Der kan stilles et åbenlyst spørgsmålstegn ved, hvordan investorbeskyttelsen øges, ved at lempe på reglerne i forhold til markedsmisbrug. Dette område behandles derfor i afsnit 4.3.2.
- For det sjette, er det ligeledes operatørens ansvar, at der både opbevares og offentliggøres lovpåkrævede dokumenter for hver udsteder, jf. KAP § 111, stk. 1, nr. 6. Bestemmelsen har til formål at sikre gennemsigtigheden på SMV-vækstmarkedet, og operatøren påtager sig dermed et ansvar for at udstederne opfylder deres forpligtelser. Punktet vurderes derfor til at højne investorbeskyttelsen væsentligt¹⁷⁷.
- For det syvende, skal operatøren samtidig have indført effektive systemer og foranstaltninger til forebyggelse samt påvisning af markedsmisbrug på sit eget SMV-vækstmarked, jf. KAP § 111, stk. 1, nr. 7.

Desuden har operatøren ret til selv at fastsætte endnu skrappe krav, jf. KAP § 111, stk. 2. Dermed har operatøren af SMV-vækstmarkedet faktisk sin egen mulighed for at præge den investorbeskyttelse, som skal være på markedet. Bestemmelsen gælder desuden også almindelige MHF'er¹⁷⁸. Hos First North er bestemmelsen i KAP § 111, stk. 2 mundet ud i den såkaldte "rulebook", der skal iagttages af samtlige udstedere på markedet, som tidligere gennemgået i afsnit 4.1.1.

¹⁷⁵ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug og om ophævelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF og Kommissionens direktiv 2003/124/EF, 2003/125/EF og 2004/72/EF.

¹⁷⁶ Finanstilsynet, "Nye regler om insiderlister for SMV-vækstmarkeder", 19. januar 2021.

¹⁷⁷ Jesper Lau Hansen, "Kapitalmarkedsloven med kommentarer", 1. udgave, 2020, s. 625.

¹⁷⁸ Jesper Lau Hansen, "Kapitalmarkedsloven med kommentarer", 1. udgave, 2020, s. 626.

Kort om gennemsigtighedsdirektivet

Det nævntes i det fjerde punkt, at udstedere på SMV-vækstmarkeder er undtaget fra kravene i gennemsigtighedsdirektivet, direktiv (EF) nr. 109/2004 af 15. december 2004¹⁷⁹. Direktivet indgår som led i en større strategi om at forbedre transparensen og oplysningerne vedrørende udstedende selskaber, som har finansielle instrumenter optaget til handel på et reguleret marked. Direktivet sigter mod at øge det løbende informationsniveau til investorerne, således en sund investorbeskyttelse kan sikres, kombineret med et mere effektivt marked. Af hovedformålene med direktivet kan nævnes: At forbedre den årlige regnskabsaflæggelse, forbedre de periodiske oplysninger, krav om halvårsrapportering og krav om storaktionæroplysninger (mere herom i afsnit 4.3.2)¹⁸⁰.

KAP § 112: Afregistrering som SMV-vækstmarked

Det er finanstilsynet som løbende kontrollerer, at bestemmelserne i KAP § 111 overholdes. Bliver bestemmelserne ikke overholdt, eller ønsker operatøren selv at afregistrere sig som et SMV-vækstmarked på baggrund af en ansøgning herom, kan Finanstilsynet gøre dette, jf. KAP § 112. Fra praksis kan det bemærkes, at en midlertidig overskridelse af 50% reglen i KAP § 111, stk. 1, nr. 1, ikke automatisk medfører afregistrering, således operatøren har mulighed for at rette op på situationen¹⁸¹. First North har ingen selskaber med en markedsværdi på over 200 mio. euro optaget til handel, hvorfor grænsen på ingen måde er relevant for Nasdaq Copenhagen¹⁸².

KAP § 113: Optagelse af finansielle instrumenter

Er et finansielt instrument optaget til handel på et SMV-vækstmarked, kan det optages til handel på et hvilket som helst andet SMV-vækstmarked, med udstederens samtykke. Samtidig fritager det også udstederen fra en række forpligtelser overfor det sidstnævnte SMV-vækstmarked, så som god selskabsledelse eller løbende offentliggørelser af oplysninger¹⁸³.

¹⁷⁹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EF) nr. 109/2004/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF.

¹⁸⁰ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 37-39.

¹⁸¹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 150.

¹⁸² Bilag 1, "Dataindsamling udstedere på FN" under arket "Aktive FN Selskaber".

¹⁸³ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 150.

4.3. Forskellen mellem et reguleret marked og en MHF

Definitionen af, samt de supplerende krav for at en MHF blåstemples som et SMV-vækstmarked, er nu behandlet og det er disse tillægsbestemmelser, som udgør den teoretiske forskel mellem en almindelig MHF og et SMV-vækstmarked. Systemerne bag det regulerede marked, en MHF og dermed også et SMV-vækstmarked er identiske¹⁸⁴, og der er derfor ikke tale om en funktionel forskel mellem markedspladserne, men en ren og skær regulatorisk forskel¹⁸⁵. Nærværende afsnit vil derfor nu søge at klarlægge de regulatoriske forskelle imellem det regulerede marked og MHF'en, da det er en variabel, som kan have en indvirkning på, hvorfor afkastet på First North er negativt. De regulatoriske forskelle har både betydning for udstederne på markedspladsen og operatøren selv. Forskellene udgøres af et sammensurium af forskellige love, forordninger, bestemmelser og sågar også den enkelte operatørs interne regelsæt. Det er altså en kompliceret sfære af forskellige regelsæt, som skaber forskellene mellem markedspladserne.

Først vil rammebestemmelserne, som gælder for begge typer markedspladser, kort skitseres, således der kan afgrænses fra disse, som værende af betydning for det forskellige niveau af investorbeskyttelse. Herefter analyseres de egentlige forskelle i mellem, for at vurdere forskellene efter, hvor stor en effekt de har på graden af investorbeskyttelse. Afslutningsvis vil First Norths interne regelsæt analyseres for områder, hvor Nasdaq har valgt at skærpe reglerne yderligere, i forhold til lovgivningen på området.

4.3.1. Fællestræk mellem markedspladserne

Som det fremgik af afsnit 2.1, er den juridiske forskel på en MHF og et reguleret marked, at finde i KAP § 3. Her fremgik det, at en MHF skulle drives efter reglerne i KAP kapitel 17, 18, 20, 22 og 23, jf. KAP § 3, stk. 1, nr. 3, og at et reguleret marked skulle drives efter reglerne i KAP kapitel 12-14, 22 og 23, jf. KAP § 3, stk. 1, nr. 2. Dermed er det også givet, at der er ligheder mellem de to markedspladser, netop fællestrækkene ved kapitel 22 og 23. Det er derfor oplagt at undersøge indholdet af kapitel 22 og 23, for både at konkludere og afgrænse sig fra, at forskellen i investorernes afkast baseres på netop disse juridiske momenter.

KAP Kapitel 22: Systemrobusthed, automatisk afbrydelse og elektronisk handel

Kapitlet indeholder KAP §§ 114-128, som regulerer selve handelssystemet. Det er derfor med til at sikre, at selve systemet på faciliteterne fungerer identisk. Samtidig opsætter reglerne en form for sikkerhedsbarrikade, i tilfælde af høj belastning, markedsstress og uforudsete situationer. Kapitlet handler derfor om den tekniske sikkerhed og stabilitet af handelsfaciliteten. Reglerne er med til at sikre, at der ikke opstår nedetid på markedspladsen og at systemet kan behandle alle ordrer, samtidig med at systemet automatisk kan lukke ned i tilfælde af særlige faresignaler¹⁸⁶.

Analytiske refleksioner vedrørende KAP kapitel 22

En oplagt årsag til de faldende kurser på First North, kunne være den lave handelsvolumen og dermed likviditet på markedspladsen, som skal til for at opretholde de naturlige markedsmekanismer. Mens data-

¹⁸⁴ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 132.

¹⁸⁵ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 131.

¹⁸⁶ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 150-152.

sættet i bilag 1 blev udarbejdet, var det tydeligt, at flere aktier på First North ikke blev handlet i flere uger om året. Det har dermed den effekt, at der ikke sker nogen prisdannelse flere dage i træk, i det pågældende instrument. Men for First North gælder samme regelsæt i forhold til likviditet som for det regulerede marked, Københavns Fondsbørs, netop KAP § 115 om likviditetsstillelse. First North er altså på samme måde som Københavns Fondsbørs, forpligtet til have en ordning, hvormed et tilstrækkeligt antal fondsmæglerselskaber kontinuerligt tilfører likviditet til markedspladsen, jf. KAP § 115, stk. 2¹⁸⁷. Nasdaq Copenhagen er desuden forpligtet til at føre et løbende tilsyn med disse fondsmæglerselskaber, jf. KAP § 115, stk. 3, samt at overvåge at den fornødne likviditet rent faktisk stilles, jf. KAP § 115, stk. 4. Gør Nasdaq Copenhagen ikke dette, kan de sanktioneres med bøder, jf. KAP § 247¹⁸⁸. På First North stilles der desuden krav til samtlige udstedere om, at optagelse til handel kræver »et passende udbud og en passende efterspørgsel«, jf. First Norths Rulebook pkt. 2.3.1, litra a. Det er et meget upræcist krav fra operatøren, men Nasdaq Copenhagen nævner selv som forslag i sin rulebook til netop dette krav, at udstederen indhenter en aftale med en ekstern likviditetsstiller¹⁸⁹.

Dermed er de juridiske rammer altså ens for markedspladserne. Spørgsmålet er så, om selve likviditeten også forholder sig sådan. Til at besvare det, blev en række aktier på Københavns Fondsbørs gennemgået, for dels at analysere handelsvolumen og likviditeten, og for at se en sammenhæng her i mellem til de faldende kurser. I undersøgelsen heraf fremgik det, at der også på Københavns Fondsbørs er aktier, som ikke handles i hele uger. Forskellen herpå er bare den, at aktierne trods dette, alligevel har givet investorerne et positivt afkast.

Et eksempel her på; *Prime Office A/S som er noteret på Københavns Fondsbørs siden 2008 og med en markedsværdi på lidt over 1 mia. danske kroner. Aktien har flere gange haft 3 og 4 dage uden nogen form for handelsaktivitet i både 2020, 2021 og 2022, og dermed ingen prisdannelse i disse perioder. Men Price Office A/S har alligevel givet et positivt afkast på knap 30%, målt over 1. januar 2020 til 31. december 2021*¹⁹⁰.

Da bestemmelserne i KAP kapitel 22 udelukkende sætter rammerne for selve handelssystemet, vurderes de ikke til at have en større relevans for undersøgelsen, hvorfor de ikke vil behandles yderligere.

KAP Kapitel 23: Handel med råvarederivater og emissionskvoter

Kapitlet omhandler en række bestemmelser omkring handlen med råvarederivater og emissionskvoter. På First North handles ingen af disse typer finansielle instrumenter, hvorfor bestemmelserne ikke har relevans for nærværende afhandling.

¹⁸⁷ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 153.

¹⁸⁸ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 155-156.

¹⁸⁹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 399.

¹⁹⁰ Nasdaq OMX Nordic, data over "PRIMOF, PRIME OFFICE, (DK0060137594)", 2022.

4.3.2. Oplysningsforpligtelser for udstederne

Et område hvor der omvendt foreligger en forskel, mellem det regulerede marked og MHF'en, skal findes i KAP kapitel 5, som indeholder oplysningsforpligtelserne for udstedere, optaget til handel på »regulerede markeder«. Reglerne gælder derfor kun det regulerede marked, og MHF'er som First North opnår dermed en række lempelser, ved ikke at være omfattet heraf. Bestemmelserne skal ses som et tillæg til de selskabsretlige oplysningsforpligtelser¹⁹¹. Oplysningsforpligtelserne er med til at skabe gennemsigtighed på markedet, og dermed er det også en af nøglefaktorerne for investorbeskyttelsen. Hvis oplysninger ikke offentliggøres til markedet, vil investorer i princippet købe sig ind i forretninger, uden at have det fornødne kendskab og information. Dermed kan der være et mismatch mellem investorernes forventninger til First North udstedere, og hvad der faktisk bliver efterlevet.

I nedenstående tabel 1.2 er sammendraget de relevante oplysningsforpligtelser fra KAP kapitel 5 med tillæg fra tre af artiklerne i markedsmisbrugsforordningen, for hhv. udstedere på et reguleret marked og på en MHF. Med dette overblik, tydeliggøres lempelserne på MHF'en og dermed også den ringere investorbeskyttelse i forhold til det regulerede marked. Det har den konsekvens, at investorerne kan have en forventning og idé om ét, mens virkeligheden er en helt anden, simpelthen fordi investorerne ikke oplyses om givende forhold.

Selvom at der er lempelser i kapitalmarkedsloven på dette område, skal et tidligere nævnt forhold fremhæves fra afsnit 4.2, nemlig at First North har mulighed for at indføre supplerende krav til udstederne i medfør af KAP § 111, stk. 2. Det er netop mundet ud i den tidligere behandlede "Rulebook", som også indeholder supplerende krav i forhold til oplysningsforpligtelserne¹⁹². Nasdaq Copenhagen har dermed taget et yderligere skridt, for at højne den investorbeskyttelse, som KAP ellers har lempet for udstederne. De supplerende krav til oplysningsforpligtelserne findes i regelsættets kapitel 4. Det er derfor nødvendigt at sammenholde retsområdets forpligtelser og lempelser for en MHF, med First Norths eget regelsæt, for at finde frem til de faktiske lempelser for udstederne på First North, og dermed om der i realiteten er en ringere investorbeskyttelse på dette område.

Bestemmelserne fra KAP, lempelserne for en MHF og First Norths egne krav fra regelsættets kapitel 4, er sammendraget i nedenstående tabel 1.9:

¹⁹¹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 573.

¹⁹² Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 397-398.

	Retlig forpligtelse for et reguleret marked	Retlig forpligtelse for en MHF	Forpligtelse på First North
Periodiske oplysningsforpligtelser			
Årsrapport, jf. KAP § 26	Ja, inden for 4 måneder	Ingen krav, derfor kun årsregnskab inden for 5 måneder, jf. ÅRL ¹⁹³ § 138 ¹⁹⁴	Krav om årsrapport inden for 6 måneder
Halvårsrapport, jf. KAP § 27	Ja, inden for 3 måneder	Ingen krav	Ja, inden for 3 måneder
Beretning om betaling til myndigheder, jf. KAP § 29	Ja, senest 6 måneder fra regnskabsårets afslutning	Ingen krav	Ingen krav
Løbende oplysningsforpligtelser			
Storaktionærmeddelelser, jf. KAP § 30	Ja, flagningspligt inden for 3 hverdage	Ingen krav	Ingen krav
Erhvervelse eller afhændelse af egne aktier, jf. KAP § 31	Ja, inden for 4 hverdage	Ingen krav	Ingen krav
Ændring i stemmerettigheder og samlede kapital, jf. KAP § 32	Ja, ved udgangen af hver måned	Ingen krav	Krav om oplysning hurtigst muligt
Intern viden, jf. MAR art. 17	Ja, straks offentliggørelse	Ja, straks offentliggørelse	Ingen yderligere krav
Insiderlister, jf. MAR art. 18	Ja, kontinuerlig føring af insiderliste, også over eksterne parter som revisorer, rådgivere, kreditbureauer m.v.	Ja, men kun en permanent liste over interne medarbejdere (bestemmelsen gælder kun SMV-vækstmarkeder) ¹⁹⁵	Ingen yderligere krav
Ledende medarbejders transaktioner, jf. MAR art. 19	Ja, straks og senest 3 hverdage efter	Ja, straks og senest 3 hverdage efter	Ingen yderligere krav
Overtagelsestilbud, jf. § 20 i bekendtgørelse om overtagelsestilbud¹⁹⁶	Ja, samtidig med afsendelse af tilbuddet	Ingen krav	Ingen krav

Tabel 1.9: Oplysningsforpligtelserne i børs- og kapitalmarkedsretten for udstederne på hhv. det regulerede marked og MHF'er, suppleret med First Norths yderligere krav. Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Schaumburg-Müller & Werlauff (2019)¹⁹⁷, Finanstilsynet (2021)¹⁹⁸ samt Nasdaq (2019)¹⁹⁹.

¹⁹³ Lovbekendtgørelse nr. 838 af 8. august 2019 om årsregnskaber.

¹⁹⁴ EY, "Indsigt i årsregnskabsloven", 7. udgave, 2020/2021, s. 760.

¹⁹⁵ Finanstilsynet, "Nye regler om insiderlister for SMV-vækstmarkeder", 19. januar 2021.

¹⁹⁶ Bekendtgørelse nr. 636 af 15. maj 2020 om overtagelsestilbud i medfør af KAP §§ 49 og 255.

¹⁹⁷ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 573-574.

¹⁹⁸ Finanstilsynet, "Udsteders oplysnings- og indberetningsforpligtelser", 5. oktober 2021.

¹⁹⁹ Nasdaq, "Nasdaq First North Growth Market - Rulebook", 2021, s. 14-25.

Som tabellen indikerer, er der dermed en væsentlig lempelse i oplysningsforpligtelserne for udstedere på en MHF. Dermed også en ringere investorbeskyttelse, da investorer hermed ikke oplyses om vigtige forhold. Tabellens indhold vil nedenfor analyseres og vurderes ud fra en investorbeskyttelsesbetragtning, for at vurdere om hver enkelt lempelse, udgør en trussel mod investorbeskyttelsen.

Tabellen har to udslagsgivende punkter i forhold til hvad udstedere på en MHF retligt er forpligtet til og hvad Nasdaq har indsat af yderligere krav. Disse skærpede krav fra Nasdaqs side, vil derfor i første omgang belyses og undersøges:

Halvårsrapport

Udstedere på en MHF er ikke forpligtet til at udarbejde halvårsrapport med tilhørende halvårsregnskab efter kapitalmarkedsloven, og derfor har udstedere på en MHF dermed en væsentlig lempelse, i forhold til udstedere på et reguleret marked. First North har dog valgt at kræve dette, for at være optaget til handel på markedspladsen. Det kræves på lige vilkår som med KAP § 27, nemlig at rapporten skal foreligge senest 3 måneder efter periodens afslutning, jf. regelsættets afsnit 4.4, litra b og c²⁰⁰. Der er desuden ikke krav til hverken revision eller review fra en godkendt revisor, nøjagtigt som det også er tilfældet for det regulerede marked. Er halvårsregnskabet alligevel revideret af den udpegede revisor, skal det fremgå af regnskabet, på nøjagtigt samme måde som med årsregnskabet, i form af en revisionspåtegning²⁰¹.

Her har Nasdaq derfor valgt at styrke investorenes beskyttelse på First North, ved at øge de periodiske oplysningsforpligtelser. På den måde minimeres forskellen mellem investorenes forventninger og ustederens faktiske performance, ved at tidsperioden imellem regnskabsoplysningerne halveres. Halvårsrapporten er dermed et vigtigt bidrag til at informere investorerne. Omvendt bidrager halvårsrapporten ikke til at løse den problemstilling, som dette projekt undersøger; netop at kursen på aktierne starter højt, for derefter at falde stødt. Halvårsrapporten gør måske faktisk det modsatte, da de målsætninger og forventninger til vækst, der præsenteres i hhv. prospektet eller virksomhedsbeskrivelsen som investorerne netop tegner aktier på baggrund af, hurtigere bliver afkræftet i at holde i virkeligheden.

Ændring i stemmerettigheder og samlede kapital

En usteder på en MHF er heller ikke forpligtet til at offentliggøre separate oplysninger om ændringer i stemmerettighederne, eller den samlede kapital, i form af kapitalforhøjelse eller -nedsættelse. Det er oplysninger, som normalvis vil fremgå af årsregnskabet, og på den måde nå ud til investorerne en gang årligt. Men her har Nasdaq valgt at indføre regler, som gør, at udstedere hurtigst muligt skal oplyse om sådanne ændringer, jf. regelsættets punkt 4.2.6. Desuden skal oplysningen også indeholde: Forslag til sådan en beslutning, mulige udfald af beslutningen og årsagen til beslutningen²⁰².

²⁰⁰ Nasdaq, "Nasdaq First North Growth Market - Rulebook", 2021, s. 22.

²⁰¹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 490.

²⁰² Nasdaq, "Nasdaq First North Growth Market - Rulebook", 2021, s. 21.

Reglen skaber en større transparens for investorerne og bidrager til en bedre forventningsafstemning. Det er svært at vurdere, om reglen bidrager til at øge kursværdien på udstederens aktier gennem denne form for gennemsigtighed, men investorbeskyttelsen styrkes i høj grad af sådanne yderligere tiltag fra Nasdaqs side. På den måde bliver investorerne kontinuerligt ajour med, hvor mange stemmerettigheder og kapitalandele de har, i det pågældende selskab. Dermed kan investorerne heller ikke udvandes, uden at de er vidende omkring det på forhånd. Om reglen skal fortolkes som værende skrapere end på det regulerede marked er svært at vurdere, i og med at Nasdaq på First North ønsker oplysningen offentliggjort »hurtigst muligt«, og på det regulerede marked blot ved udgangen af hver måned. Kravet er dermed gjort lettere subjektivt, for hvad er »hurtigst muligt«?

Lempelser på First North i forhold til det regulerede marked

Udover disse to udslagsgivende punkter, hvor Nasdaq aktivt har valgt at styrke investorernes indsigt i udstedernes performance og beslutninger, er der i alt fire resterende punkter, som giver udslag i form af lempelser for MHF'en First North i forhold til det regulerede marked. De fire punkter vil nu gennemgås og analyseres:

Beretning om betaling til myndigheder

Det følger af KAP § 29, at en udsteder på et reguleret marked »med aktivitet inden for efterforskning, prospektering, opdagelse, udvikling og udvinding af mineral-, olie- og naturgasforekomster m.v. eller skovning af primærskove« inden for seks måneder efter regnskabets afslutning, skal offentliggøre disse transaktioner. Bestemmelsen tjener et mere nobelt formål, end den påvirker børsmarkedet. Den skaber gennemsigtighed for omverdenen og modvirker korruption²⁰³. Hvor stor en betydning den har for investorer i SMV'er kan derfor diskuteres. At bestemmelsen ikke finder anvendelse på First Norths udstedere, vurderes derfor ikke umiddelbart at udgøre en afgørende trussel for investorernes afkast på First North.

Storaktionærmeddelelser

Det gælder efter KAP § 30, at udstederen på et reguleret marked har pligt til at offentliggøre indholdet af en meddelelse, sendt til denne i medfør af KAP §§ 38-40, senest 3 hverdage efter modtagelsen heraf²⁰⁴. Kravene i KAP §§ 38-40 kaldes for »flagningspligten« og gælder enhver fysisk eller juridisk person, der enten direkte eller indirekte besidder aktier i et selskab omfattet KAP § 1, stk. 4, når besiddelsen udgør, overstiger eller falder under grænserne på 5, 10, 15, 20, 25, 33, 50, 66 eller 90% af selskabets samlede stemmerettigheder eller aktiekapital. Procentsatserne går i sammenspil med de selskabsretlige minoritets- og majoritetsregler. Referencen til KAP § 1, stk. 4, tydeliggøre blot, at der kun er tale om aktier noteret på et reguleret marked²⁰⁵.

²⁰³ Jesper Lau Hansen, "Kapitalmarkedsloven med kommentarer", 1. udgave, 2020, s. 296-297.

²⁰⁴ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 492.

²⁰⁵ Jesper Lau Hansen, "Kapitalmarkedsloven med kommentarer", 1. udgave, 2020, s. 318.

Dermed kan der modsætningsvist slutes, at reglerne ikke gælder på en MHF, og Nasdaq har ej heller indført denne flagningspligt i sit eget regelsæt. Udstederne på First North og disses storaktionærer kan omvendt frivilligt vælge at flage, når ejerandelene overstiger eller falder under visse tærskler, men siden indførelsen af KAP i 2018, har kun to udstedere på First North gjort brug af storaktionærmeddelelser, og begge udstedere har kun gjort det en enkelt gang²⁰⁶. Udstedere på First North benytter sig altså ikke af storaktionærmeddelelser på frivillig basis.

Dette har den betydning for investorerne på First North, at der mangler en gennemsigtighed i ejerskabet af kapitalandele og stemmerettigheder. Udstederen fører naturligvis selv en ejerbog efter SL § 50, men kapitalejerne har ikke adgang til denne, medmindre det er bestemt i vedtægterne, jf. SL § 51, stk. 4²⁰⁷. Det er altså ikke tydeligt, hvornår eksisterende ejere begynder at sælge ud af deres andele. Dette er ellers en velkendt indikator for investorer, når de kan se at eksempelvis ledelsen i selskabet begynder at sælge ud af sine store beholdninger. De har som oftest det bedste indblik i selskabet, og dermed vil sådan et salg være en indikation på, at det måske går i en negativ retning for selskabet²⁰⁸. Omvendt mangler investorerne også oplysninger, i de tilfælde en ny majoritetssejer køber sig ind. Denne ny ejer kan have helt nye planer for selskabet, og investoren informeres først på bagkant. At denne gennemsigtighed i ejerskabet mangler, vurderes derfor som værende en decideret trussel for investorbeskyttelsen.

Erhvervelse eller afhændelse af egne aktier

I lighed med storaktionærmeddelelserne, følger det, at selskaber på et reguleret marked også selv skal oplyse når det har en beholdning af egne aktier, der enten overstiger, udgør eller falder under grænserne 5% eller 10% af stemmerettighederne eller aktiekapitalen, inden for 4 hverdage, jf. KAP § 31. Bestemmelsen er straffelagt efter KAP § 247 og udstederen bærer ansvaret for opfyldelsen²⁰⁹.

Bestemmelserne om erhvervelse af egne aktier findes egentlig i SL kapitel 12, hvor der tidligere var en øvre grænse på 10% for, hvor mange egne aktier et selskab måtte besidde. Grænsen blev ophævet i 2006, men KAP benytter stadig denne grænse i forhold til oplysningsforpligtelsen herom. Oplysningen om egne aktier har markedets interesse, da det indikerer hvor mange aktier, der er i frit omløb. Samtidig oplyser det om, hvor mange aktier selskabets egen ledelse faktisk råder over, og hvilke der kan bruges til et overtagelsestilbud. Dertil skal også bemærkes, at det oplyser om magtfordelingen i selskabet, da egne aktier ikke skal tælles med ved stemmeafgivelser, jf. SL § 85²¹⁰.

Igen er der derfor en manglende gennemsigtighed i ejerskabet af udstedere på First North. Stemmefordelingen er ikke altid kendt, antallet af aktier i fri omsætning og hvilke der kan bruges i forbindelse med overtagelsestilbud, vides ikke. At udstedere på First North er fritaget for denne oplysningsforpligtelse, vurderes derfor som værende en trussel for investorbeskyttelsen på markedspladsen.

²⁰⁶ Nasdaq, "*Selskabsmeddelelser*". Database over alle selskabers meddelelser og udbudsmateriale. I databasen kan der filtreres efter "*Storaktionærmeddelelser*". De to selskaber er Erria A/S og FOM Technologies A/S.

²⁰⁷ Erik Werlauff, "*Selskabsret*", 10. udgave, 2016, s. 360-361.

²⁰⁸ John Stihøj, "*Sådan læser du et børsprospekt*", punkt nr. 4 og 8, udgivet af Dansk Aktionærforening i 2018.

²⁰⁹ Jesper Lau Hansen, "*Kapitalmarkedsloven med kommentarer*", 1. udgave, 2020, s. 302.

²¹⁰ Jesper Lau Hansen, "*Kapitalmarkedsloven med kommentarer*", 1. udgave, 2020, s. 303.

Insiderlister, jf. MAR art. 18

Den tidligere omtalte markedsmisbrugsforordning²¹¹ (MAR), trådte i kraft d. 3. juli 2016 og skulle være med til at sikre investorerne en beskyttelse imod bl.a. ledende medarbejders misbrug af intern viden, til at spekulere i kursfald og -stigninger, også kaldet insiderhandel²¹². Reglerne i MAR gælder for alle finansielle instrumenter, som er optaget til handel på et reguleret marked, jf. MAR art. 2, stk. 1, litra a, samt ligeledes for instrumenter, som er optaget til handel på en MHF, og dermed også et SMV-vækstmarked, jf. MAR art. 2, stk. 1, litra b²¹³. MAR art. 18 indeholder et sæt præventive regler, som skal bidrage til, at insiderhandel slet ikke opstår. Det opnås bl.a. ved at kræve, at udstederen konstant ajourfører en liste over medarbejdere og eksterne personer med intern viden, således at disse nemt kan afholdes fra at spekulere i udstederens aktie²¹⁴. MAR finder derfor anvendelse på First Norths udstedere, men denne anvendelse blev i 2019 justeret, som følge af forordning (EU) nr. 2115/2019 af 27. november 2019 om SMV-vækstmarkeder. I denne forordning ophæves nemlig kravet om at ajourføre denne insiderliste kontinuerligt. I stedet skal udstedere på SMV-vækstmarkeder blot udarbejde en permanent liste, som ikke skal ajourføres. Denne liste skal ved optagelsestidspunktet derfor kun indeholde identiteten på de personer, som er ansat i selskabet og som har adgang til intern viden defineret efter MAR art. 7. Det betyder at udstederen nu sparer ressourcer på ajourføringen af insiderlisten, hver gang eksempelvis en revisor opnår en intern viden. Listen indeholder derfor kun personer internt i selskabet²¹⁵.

Denne lempelse vurderes ikke umiddelbart som værende en direkte trussel mod investorbeskyttelsen. De ledende medarbejdere i det udstedende selskab står stadig på insiderlisten, og selskabet sparer det administrative arbejde, ved straks at skulle vurdere om noget er intern viden, for dernæst at ajourføre hvem, som har adgang til denne viden.

I forhold til reglerne i MAR, er dette et område som Finanstilsynet nøje overvåger og følger strengt, specielt når det handler om intern viden og insiderlister. Et eksempel på hvor skrappe kravene er på dette område, kan fremhæves i form af First North udstederen GreenMobility i december 2018. D. 23. december beslutter bestyrelsen nemlig at afskedige den daværende direktør. Afskedigelsen finder sted d. 28. december om aftenen, altså efter markedets lukketid. Bestyrelsen vælger først at oplyse markedet om begivenheden d. 2. januar 2019, efter at markedet åbner. Finanstilsynet vælger at sanktionere dette med en påtale, da det er en førstegangsovertrædelse fra GreenMobility. Af påtalen fremgår det, at GreenMobility ifølge MAR art. 17, stk. 1, skulle have offentliggjort denne viden hurtigst muligt, efter at beslutningen blev taget allerede d. 23. december 2018. Det fremgår af afgørelsen, at det moment at markedet er lukket i mellemtiden er irrelevant og at intern viden skal offentliggøres, også under markedets lukketid²¹⁶.

²¹¹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug (forordningen om markedsmisbrug) og om ophævelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF og Kommissionens direktiv 2003/124/EF, 2003/125/EF og 2004/72/EF

²¹² Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 769-771.

²¹³ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 775.

²¹⁴ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 797.

²¹⁵ Finanstilsynet, "Nye regler om insiderlister for SMV-vækstmarkeder", 19. januar 2021.

²¹⁶ Finanstilsynet, "Påtale til GreenMobility A/S for ikke hurtigst muligt at have offentliggjort intern viden til markedet", 15. august 2019.

Overtagelsestilbud

Principielt kan det være et selskab ligegyldigt hvem, der egentlig ejer dets aktier, og det samme er gældende for den enkelte investor. Men virkeligheden er en anden, og tiden har vist at nye majoritetsaktionærer ofte går ind og foretager store ændringer og udskiftninger i et selskab, eksempelvis gennem fusion. I og med at minoritetsaktionærerne aldrig kan vide sig sikker på disse ændringer, er der opstået et behov for at give dem muligheden for at slippe deres aktieposition. Dette behov betyder derfor også, at det er en del af prisen for en ny majoritetsaktionær af et børsselskab at give samtlige minoritetsaktionærer et overtagelsestilbud. Reglerne er indarbejdet efter direktiv (EF) nr. 25/2004 af 21. april 2004 om overtagelsestilbud²¹⁷ (Overtagelsesdirektivet) og findes i KAP §§ 44-49²¹⁸.

Reglerne skelner mellem det pligtmæssige og det frivillige overtagelsestilbud. Det pligtmæssige overtagelsestilbud skal fremsættes af en ny majoritetsaktionær, jf. KAP § 45, når denne enten direkte eller indirekte ejer, eller har adgang til, mindst 1/3 af stemmerettighederne i selskabet, jf. KAP § 44²¹⁹. Det frivillige overtagelsestilbud reguleres i KAP § 47 og bruges omvendt i tilfælde hvor en aktionær endnu ikke har majoriteten, men til gengæld ønsker at opnå denne, og dermed har mulighed for at fremsætte et frivilligt tilbud til de øvrige aktionærer om overtagelse af deres aktieposter²²⁰.

Reglerne om overtagelsestilbud gælder udelukkende for et reguleret marked, og dermed gælder reglerne altså ikke for First North²²¹. For aktionærer på denne markedsplads, må det derfor forstås sådan, at de skal acceptere nye majoritetsaktionærer eller alternativt frivilligt sælge deres aktier i almindelig handel. Undtagelsen har til en vis grad en betydning for investorbeskyttelsen, da investorerne ikke oplever den samme grad af minoritetsbeskyttelse. Kombineres dette med at der ikke engang er krav om flagningspligt for storaktionærer, udhules investorbeskyttelsen yderligere. Som minoritetsaktionær har investoren altså ikke noget overblik over, når der kommer nye majoritetsaktionærer til, og investorens mulighed for at sælge sin aktieposition gennem et overtagelsestilbud er ikke til stede. Investoren kan altså muligvis først komme ud af sin aktieposition så meget på bagkant, at en ny majoritetsaktionær er kommet til og dennes markante ændringer er påbegyndt. Det vurderes i sandhed som en trussel for investorbeskyttelsen.

Sammenfatning af analysen

Analysen er en komprimeret udgave af alle de oplysningsregler, der findes på området, samtidig med at den også rummer en række refleksioner. Forskellene og lempelserne i forpligtelserne er vejlet op mod hinanden for at lokalisere de egentlige trusler mod investorbeskyttelsen.

Resultatet af analysen kan derfor nu sammenfattes og rang ordnes efter hvilke lempelser, som udgør den største trussel mod investorbeskyttelsen, startende med den største trussel som nedenfor:

²¹⁷ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud.

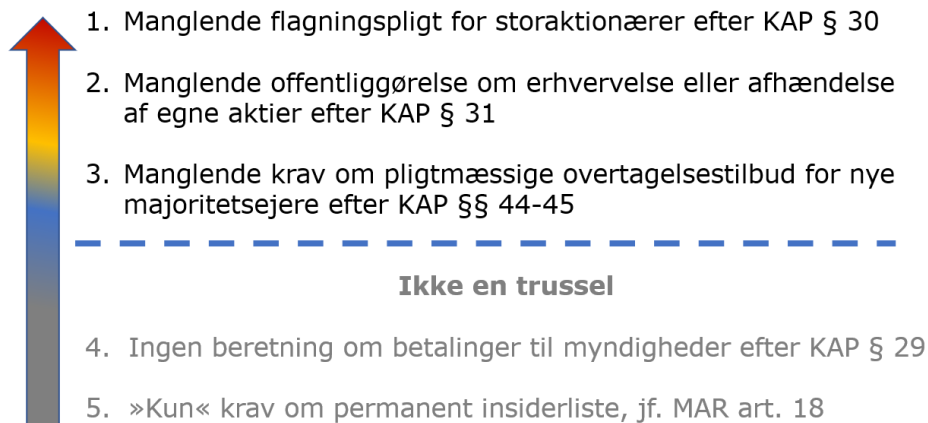
²¹⁸ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 609.

²¹⁹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 612-613.

²²⁰ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 632.

²²¹ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 397.

Trussel for investorbeskyttelsen



Figur 1.2. Analyseresultaterne rangordnet efter trusselsniveau. Kilde: Egen tilvirkning.

Som defineret i afsnit 1.7 om investorbeskyttelse, forstås investorbeskyttelse i højeste grad, som den gennemsigtighed, der bør være mellem investor og det selskab som investoren er aktionær i. Til et vist punkt vil en større grad af gennemsigtighed, altid skabe en større investorbeskyttelse. Med det nævnt, kan for mange oplysninger samtidig også sløre de reelle risikofaktorer, hvilket lovgiver bl.a. også påpeger i flere regulativer, herunder eksempelvis prospektforordningens præambelbetragtning nr. 27²²². Alt andet lige; for at opnå gennemsigtigheden, er løbende oplysninger fra og om det udstedende selskab altså den primære nøgle for en øget investorbeskyttelse.

Lempelserne vil holdes in mente i det næste og afsluttende kapitel, men det må samtidig erkendes, at dette område ikke kan påvirkes direkte gennem revisors hverv. I forhold til oplysningsforpligtelserne er der i stedet behov for enten at lovgiver skærper reglerne, eller at Nasdaq i medfør af sin rulebook kræver en større gennemsigtighed, hvormed sidstnævnte vil være anbefalingen i denne undersøgelse.

²²² Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "Børs- og kapitalmarkedsret", 6. udgave, 2019, s. 409.

Kapitel 5: Hvordan skal First North lykkes i fremtiden?

Dette femte kapitel skal læses som den afsluttende undersøgelse, hvor der bliver gjort brug af teorien og analyseresultaterne fra de tidligere kapitler. Alle disse informationer, forståelser, tal og statistikker, vil dermed sammenflettes med formålet om at finde frem til initiativer, hvormed revisor kan bidrage til at First North skal lykkes i fremtiden. Kapitlet vil derfor være en samlet analyse, der binder alle de enkeltstående undersøgelser sammen, men samtidig bærer præg af at være diskussionsorienteret, hvorfor også enkelte nye pointer frembringes.

5.1. Observationer vedrørende investorbeskyttelsen

Der er løbende gennem denne afhandling gjort mange forskellige observationer vedrørende investorbeskyttelsen. Både i forhold til de forskelle, som findes mellem det regulerede marked og First North, og som reelt kunne udgøre en trussel mod investorbeskyttelsen. Men ligeledes observationer, som umiddelbart burde sikre, at investorbeskyttelsen ikke bliver truet. Afsnittet her opsamler alle relevante faktorer på dette område, og diskuterer om First North markedspladsen reelt er en trussel mod investorbeskyttelsen.

Nasdaq Copenhagens problemstilling: Skal de tjene penge eller agere vagthund?

Som bekendt fra afsnit 2.2, skal operatøren af et SMV-vækstmarked undergå en række krav fra KAP § 111 for at opnå den særskilte tilladelse, samtidig med at ejer- samt ledelseskredsen af personer sågar skal godkendes af Finanstilsynet. Det betyder bl.a., at ledelsen i Nasdaq Copenhagen skal være fit & proper. Ledelsen må derfor formodes at have en ualmindelig stor erfaring og viden på kapitalmarkedsområdet, og en langt større indsigt i aktieudbuddene på First North, end den almene investor. Der kan derfor stilles et åbenlyst spørgsmål ved, at markedspladsen fortsætter med at optage selskabers aktier til handel, som bidrager til den negative afkasttrend. Burde ledelsen hos First North formodentligt ikke vide bedre, når de optager aktierne til handel, og samtidig gennemgår og godkender alt udbudsmateriale?

Situationen er naturligvis ikke så enkel, og dermed er udfordringen mere paradoksal end som netop præ-senteret. Nasdaq Copenhagen skal udvise en vis grad af uafhængighed, når de skal forbinde investorer med aktieudbud. De tjener principielt to modsatrettede interesser; selskabets, som skal opnå så høj en tegningskurs som muligt, og investoren, som skal opnå et så højt afkast som muligt. Samtidig med dette, fremgår det også af forordning (EU) nr. 2115/2019 af 27. november 2019 om SMV-vækstmarkeders præambelbetragtning nr. 4, at First Norths succes, bl.a. skal måles som det nominelle antal af udstedende selskaber, som optages til handel. Sammenholdes dette med indsigten i Nasdaq Copenhagens prisstruktur ved noteringer, som bekendt fra afsnit 3.2, virker det som absolut mest attraktivt for Nasdaq Copenhagen at stille sig ukritisk overfor de selskaber, som ønsker at blive optaget til handel.

Selvom Nasdaq Copenhagens ledelse formodentlig burde vide bedre, og deraf agere mere som en kontrollant i investorbeskyttelsens navn, er der altså tungtvejende interesser i den anden retning. Denne økonomiske, men også politiske interesse gennem forordningens præambelbetragtning, truer dermed

investorbeskyttelsen og investorenes mulighed for at opnå et positivt afkast. Begge dele kan siges at sigte mod kvantitet frem for kvalitet.

Noget kunne omvendt tyde på, at Nasdaq Copenhagen netop nu er i gang med at påtage sig en mere kritisk rolle over for SMV'erne, i og med at der ikke er foretaget nogen nye emissioner eller optagelser på markedspladsen i første halvår af 2022. Samtidig med at denne observation gøres medio maj 2022 har Nasdaq Copenhagen for første gang selv erkendt, lettere indirekte, at der er en reel udfordring og trussel mod investorbeskyttelsen, i forhold til de selskaber, som har fået aktier optaget til handel gennem de seneste år²²³. Derfor er de nu selv i gang med at kigge ind i initiativer, som skal gøre kontrollantrollen bedre og skarpere. Erkendelsen blev offentliggjort i sidste øjeblik af udfærdigelsen af denne afhandling, men er af så væsentlig betydning, at den har måttet inkorporeres i dette afsluttende kapitel. Både fordi den bekræfter afhandlingens genstandsfelt i, at der faktisk er et reelt problem, men også fordi selve indholdet er af interessant karakter for projektet. Nasdaqs erkendelse og nye initiativer gennemgås og diskuteres i afsnit 5.3.

I et nyere interview i Børsen d. 24. maj 2022, udtaler Carsten Borring, chef for nye noteringer hos Nasdaq Copenhagen, at Nasdaq allerede har forsøgt at tale med de udstedende selskaber om deres værdiansættelser. Da han bliver spurgt om han selv kan se at der er et problem, svarer han følgende:

»Ja, det kan jeg da sagtens se, men vi tager også fat i selskaberne og kigger dem i øjnene. Det er en snak, vi har med selskaberne og deres certified advisors, når de går på børsen og undervejs, hvad vi kan gøre for at ramme mere plet på de ting, de siger, de vil nå i fremtiden. Der indrømmer jeg, at der er det en akilleshæl, når man er så spids på, hvad man gerne vil nå.«

Kilde: Kirketerp & Pedersen (2022) ²²⁴.

Det understreger igen, hvor svært det er for Nasdaq Copenhagen både at udvise et ansvar og dermed være kontrollant, samtidig med at de også skal virke uafhængige og tjene begges interesser. Nasdaq Copenhagen forsøger altså at »kigge selskaberne i øjnene« hvad angår værdiansættelse og vækstsmål, men kan principielt ikke have indvendinger til selskabets beslutninger, mål og værdiansættelse på dette område.

Suppleres dette med en udtalelse fra Søren Hougaard, adjungeret professor i entreprenørskab hos AAUBS og CBS, fra et interview d. 25. maj 2021, begynder revisors rolle pludselig at virke utrolig oplagt:

²²³ Nasdaq OMX Nordic, "Consultation on Nasdaq's First North Growth Market Rulebook", maj 2022, s. 4.

²²⁴ Simon Kirketerp & Emil Stig Pedersen, "Bunken af skuffelser på vækstbørs vokser: Aktier straffes – halvdelen i minus med over 50 pct.", udgivet af Børsen d. 24. maj, 2022.

»Mange af de selskaber, som går på First North, får et nej i det professionelle miljø og prøver så at sælge til hr. og fru Sørensen. Der mangler nogle **vagthunde** et sted i kæden til at udfordre værdiansættelserne og prospekterne. Pilen peger også på de **certified advisors**, der hjælper med at værdiansætte selskaberne. Men da de bliver betalt af virksomheden, har de en **habilitetskleme**, da de har en åbenlys interesse i, at aktien får en stærk start på børsen.«

Kilde: Pedersen & Kirketerp (2021)²²⁵

Det bliver derfor helt oplagt, at revisor skal inddrages i problemstillingen. Revisor skal netop være uafhængig og udvise integritet samt objektivitet, når der udarbejdes erklæringer, og har derfor ikke denne habilitetsudfordring. Samtidig bekræfter det Langer (2021)²²⁶ i at det er »uerfarne investorer«, der udnyttes på First North. Problematikken er derfor, at disse uerfarne investorer ikke formår at stille sig kritiske overfor udbudsmateriale, vækst mål og ambitioner, som ifølge forsker i finansielle markeder, Carsten Tanggaard, indeholder utrolig meget varm luft²²⁷.

Spørgsmålet bliver derfor nu, hvordan revisor rent faktisk kan bidrage til løsningen, hvilket undersøgelsen kommer nærmere i afsnit 5.2.

Manglende transparens

Den absolut mest fundamentale ting i investorbeskyttelsen, er som bekendt den transparens, som selskabet skal have overfor investorerne, således at en investor kan føle sig tilstrækkeligt nok oplyst, til at tage sine investeringsbeslutninger. Når transparensen mangler og relevante oplysninger ikke gøres tilgængelige, opstår der ofte det, som benævnes for »intern viden«²²⁸. Lovgiver har gennem bl.a. markedsmisbrugsforordningen understreget vigtigheden af transparens, og derfor er forordningen utrolig indgribende overfor intern viden. I dansk sammenhæng afspejles det også gennem Finanstilsynets ageren, som er yderst streng, når det netop drejer sig om manglende gennemsigtighed, som belyst med påtalen til GreenMobility i afsnit 4.3.2. Der har gennem tiden været flere væsentlige afgørelser på det børs- og kapitalmarkedsretlige område, inden for netop lige præcis dette. Den måske vigtigste og mest sigende afgørelse over dem alle, er EU-dommen over Daimler i sagen C-19/11, hvor tyske Daimler AG var indbragt for domstolene af en privat investor, Marcus Gellert.

²²⁵ Emil Stig Pedersen & Simon Kirketerp, "Fiasko på fiasko fra nye børsselskaber: Glipper vækst mål på striben, bløder millioner og store kursfald til aktier – »Det har en snert af bondefangeri«", udgivet af Børsen, 25. maj 2021.

²²⁶ Morten W. Langer, "Sammenbruddet på First North Danmark nærmer sig", 2. juni 2021, udgivet af Nordnet.

²²⁷ Emil Stig Pedersen & Simon Kirketerp, "Fiasko på fiasko fra nye børsselskaber: Glipper vækst mål på striben, bløder millioner og store kursfald til aktier – »Det har en snert af bondefangeri«", udgivet af Børsen, 25. maj 2021.

²²⁸ Intern viden defineres i MAR art. 7, stk. 1, litra a, som en specifik viden, der endnu ikke er offentliggjort, og som mærkbart vil kunne påvirke kursen på et finansielt instrument.

Sagsgennemgang af C-19/11²²⁹

Den daværende direktør i Daimler AG overvejede d. 6. april at træde tilbage, selvom hans kontrakt løb over 3,5 år endnu. Dette fortæller han til bestyrelsesformanden d. 17. maj. De resterende ledelsesmedlemmer orienteres så løbende mellem d. 1. juni og 27. juli, hvorefter selskabet forbereder en selskabsmeddelelse til børsen d. 10. juli, altså nu næsten to måneder efter orienteringen til formanden. D. 18. juli aftaler direktøren og formanden at stille et formelt forslag om direktørens fratræden, og først d. 27. juli indstiller tilsynsrådets nomineringsudvalg sin accept heraf. Herefter udpeges en ny direktør d. 28. juli og der udsendes straks den udarbejdede selskabsmeddelelse på børsen. Kursen på Daimler AG aktien stiger herefter straks.

Flere private investorer sagsøger herefter Daimler AG for de manglende oplysninger, da de har solgt deres aktier før kursstigningen, og dermed gået glip af et væsentligt afkast. Samtidig bemærker de, at de altså ikke havde solgt deres aktier, hvis de havde været bekendt med den mulige udskiftning i direktionen. I første omgang frifindes Daimler AG i den tyske landsret, da det vurderes at der først forelå intern viden d. 27. juli, ud fra en fortolkning af den daværende tyske værdipapirhandelslov. Sagens ankes herefter til den tyske højesteret, som forelægger sagen for EU-domstolen, da der er tvivl om den tyske fortolkning af EU-retten, og dermed om EU-retten er implementeret korrekt i tysk lovgivning.

EU-domstolen understreger herefter, at alt viden, som en »fornuftig investor« vil tage i betragtning ved sin »investeringsbeslutning«, straks skal offentliggøres, hvis det med rimelighed kan komme til at foreligge. Tysk lov havde førhen gjort brug af et sandsynlighedskriterium for, hvornår intern viden skulle offentliggøres.

Med EU-domstolens afgørelse, blev det dermed afgjort, at også mellemliggende trin, der kunne føre til faktiske forhold, der mærkbart vil kunne påvirke kursen, altså også skulle straks offentliggøres. Dommen gør det dermed tydeligt, at gennemsigtighed i selskabet er en nøgle til at opretholde investorbeskyttelsen, således investorer kan drage de rigtige investeringsbeslutninger på baggrund af et validt informationsgrundlag. I afsnit 1.6 nævntes den danske dom U 2002.1531 H om advokat Jørgen Grønberg. Denne sag understreger ligeledes i dansk regi, at gennemsigtighed for markedet og valide oplysninger, er ultimativt det vigtigste for investorernes beslutninger og samfundet.

Derfor kan det også vække en vis undren, at der lige præcis i oplysningsforpligtelserne er flere væsentlige lempelser, for de udstedende selskaber på First North. Mere specifikt; at gennemsigtighedsdirektivet ikke finder anvendelse²³⁰ (som omtalt i afsnit 4.2), at der ikke er flagningspligt for storaktionærer efter KAP § 30, at der ikke er gennemsigtighed i hvor mange egne aktier selskabet selv besidder efter KAP § 31, og i kombination hermed, at der ikke er krav om pligtmæssige overtagelsestilbud efter KAP §§ 44-45 (alle behandlet i afsnit 4.3.2).

På grund af disse lempelser på SMV-vækstmarkedet, er det svært at forstå at et SMV-vækstmarked kan blåstemples for sin højnede investorbeskyttelse. Holdes SMV-vækstmarkedet op imod det regulerede marked, er det her et område, som er af så væsentlig karakter for investorernes beskyttelse, at det er svært at argumentere for, at der rent faktisk er en reel investorbeskyttelse på markedspladsen. Niveauet af investorbeskyttelse kunne da højnes en del, blot ved at kræve flagningspligt af storaktionærer efter KAP § 30, da det vil skabe den fornødne transparens i ejerkredsen. På den måde vil investorerne vide,

²²⁹ EU-domstolens dom C-19/11 af 28. juni 2012, Marcus Geltri mod Daimler AG, anmodning om præjudiciel afgørelse indgivet af Bundesgerichtshof. dokumentnr.: 62011CJ0019.

²³⁰ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *"Børs- og kapitalmarkedsret"*, 6. udgave, 2019, s. 37.

hvornår ledelsen sælger ud og hvornår en eventuelt ny majoritetsaktionær træder til. Investorerne kan herefter selv frit vælge, om de ønsker at afhænde deres position til markedsvilkår. Men som den lovgivningsmæssige situation er i dag, er der altså en retspraksis, som altovervejende vægter gennemsigthed og valide oplysninger på markedet, men en lovgivning, som underkaster denne gennemsigthed på SMV-vækstmarkedet.

Regnskabsstandarder

Et område som denne afhandling har afgrænset sig fra, er de udstedende selskabers valg af regnskabspraksis og regnskabsstandarder, men som alligevel er nødvendigt at knytte en bemærkning omkring som revisorkandidatstuderende. Børsnoterede selskaber med hjemsted i Danmark, skal udarbejde deres koncernregnskab efter de internationale regnskabsstandarder²³¹ (herefter IFRS), og er der ikke tale om en koncern, er det udstedende selskab i stedet forpligtet til at aflægge sit eget regnskab efter IFRS. På den måde sikres det, at alle børsnoterede virksomheder, udarbejder et IFRS-regnskab som investorerne kan bruge til analyser og investeringsbeslutninger²³². Omvendt forholder det sig for udstedende selskaber på First North. Disse selskaber betragtes ikke som værende børsnoterede, og derfor finder IFRS-bestemmelserne ikke anvendelse. Selskaberne kan omvendt frivilligt vælge at benytte sig af IFRS frem for ÅRL. Udfordringen ved dette er, at det kan sløre sammenligningsgrundlaget, når investorer forsøger at foretage regnskabsmæssige analyser af selskaberne. I denne afhandlings afsnit 3.4.1 forsøgte det også at foretage en regnskabsanalyse og sammenligning mellem selskaberne. Men i erkendelse af de forskellige regnskabspraksisser, kunne ikke alt i analysen undersøges. Det kan derfor være lettere problematisk for investorbeskyttelsen, at regnskaberne ikke direkte kan sammenlignes²³³. Af hensyn til afhandlingens omfang og afgrænsning, er det ikke et område som vil nævnes yderligere.

Andre faktorer med betydning

Det vil være naivt at basere denne afhandling udelukkende på juridiske momenter for, hvorfor investorer ikke oplever et positivt afkast på First North. Der ligger derfor en naturlig erkendelse i, at også andre faktorer påvirker dette. Det er ikke afhandlingens formål at undersøge områder som investeringsstrategier og konjunktorens betydning, men bør alligevel nævnes i denne diskussion som faktorer, der har en afgørende rolle i afkastet. Mængden af risikovillig kapital har en absolut betydning for, hvordan investorerne agerer på markederne, og der har i de seneste år været en nærmest euforisk fase i konjunktoren. Lars Tvede, hedgefond-manager, påpeger, at vækstaktier derfor har været overprissat, da investorer har håbet på vejen til en hurtig gevinst²³⁴.

²³¹ De internationale regnskabsstandarder er implementeret som led i IFRS-forordningen, forordning (EU) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002 om anvendelse af internationale regnskabsstandarder.

²³² Jan Fedders, Henrik Steffensen & Kim Tang Lassen, "*Årsrapport efter internationale regnskabsstandarder – fra dansk praksis til IFRS*", 5. udgave, 2017, s. 26.

²³³ Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "*Børs- og kapitalmarkedsret*", 6. udgave, 2019, s. 32.

²³⁴ Peter Voergaard, "*Lars Tvede: Der er et kæmpe oprud i vækstaktierne*", EuroInvestor, 2021.

5.2. Den fremtidige løsning med revisors bidrag

Der er som bekendt ikke nogen funktionel forskel mellem MHF'en og det regulerede marked i selve handelssystemet. Forskellen opstår altså udelukkende i de forpligtelser, som følger med, ved at være udsteder og operatør på hhv. det regulerede marked og et SMV-vækstmarked. Det er på dette område, at projektets undersøgelser løbende har påpeget, at First North udgør en trussel mod den investorbeskyttelse, som ellers er tilsigtet i den store brede børss- og kapitalmarkedsret. De løbende analyser har påpeget, at truslen opstår som led i den manglende gennemsigtighed, men især også på grund af den manglende validitet af udstederne og disses udbudsmaterialer. Revisor kan ikke ændre på de oplysningsforpligtelser og den gennemsigtighed som udstederne er underlagt, men til gengæld kan revisor bidrage til at styrke validiteten af de udbud, som skal optages til handel på First North, ved ikke at have en »*habilitetsklamme*«. Nedenfor vil denne afhandlings undersøgelser konkretiseres til to initiativer, der i fremtiden skal sikre en større investorbeskyttelse på First North. Det første initiativ vedrører en konkret erklæring fra revisor, hvorimod det andet opstiller fire objektive krav, som bør indskrives i First Norths rulebook.

5.2.1. Revision af udbudsmateriale

Som det fremgik af undersøgelsen i afsnit 4.1.3, var der ikke en signifikant nok forskel til at konkludere, at valget af udbudsmateriale havde en afsmittende effekt på afkastet. Af den årsag blev det fravalgt at undersøge krav til indholdet i hhv. virksomhedsbeskrivelsen og prospektet. Af undersøgelsen fremgik dog et par væsentlige pointer i forhold til validiteten. Hvis en udsteder vælger at udarbejde en virksomhedsbeskrivelse, skal denne som bekendt gennemgås af Nasdaq Copenhagen, som skal sørge for, at Nasdaq First Norths rulebook er overholdt samt de selskabsretlige krav. Vælger udstederen omvendt at udarbejde et prospekt, skal dette som bekendt gennemgås af Finanstilsynet, som skal sikre at prospektforordningens indhold er overholdt. Prospektet såvel som virksomhedsbeskrivelsen, skal som kort gennemgået i afsnit 4.1.3 indeholde beskrivelser af selve forretningen, branchen, konkurrencesituationen, den økonomiske stilling, risikofaktorer og ikke mindst de fremtidige vækst mål.

Det kan som privat investor være svært at sætte sig tilstrækkeligt ind i alle disse områder, og dermed foretage sin egen vurdering af, om udbudsmaterialets indhold virker realistisk og opnåeligt. Det kunne derfor være helt oplagt at få revisor, med sin eksisterende indsigt i virksomheden gennem sit arbejde som udpeget revisor for selskabet, til at give en uafhængig vurdering og bedømmelse af indholdet. Bedømmelsen kunne baseres på momenter som:

- Hvad koster det virksomheden at opnå en krones ekstra omsætning? Herunder om det dermed er en bæredygtig eller usund vækst som virksomheden planlægger?
- Er det en branche i tilbagegang eller fremgang?
- Tjener andre aktører i branchen penge?
- Vinder eller taber udstederen markedsandel lige nu?
- Har andre virksomheder i branchen kunnet opfylde de vækst mål som udstederen har sat sig?

Men et sådant tiltag og bedømmelse er ikke det mest oplagte, da det hurtigt vil blive revisors subjektive bedømmelse. Det er netop denne bedømmelse som investoren selv skal foretage sig, da den meget svært bliver objektiv, og bedømmelsen er egentlig en del af investorens egen investeringsstrategi og

risiko. Men selve hensigten i at opnå en uvildig persons bedømmelse af udbudsmaterialet, på baggrund af virksomhedens tidligere performance, vil absolut kunne øge validiteten af udbuddet. Sætter udstederen sig derfor urealistiske vækstmaal i sit udbudsmateriale, vil revisors bedømmelse heraf formentlig afspejle en vis kritik. Det vil desværre bare være at udsætte revisors objektivitet og integritet for unødigt fare, og er derfor ikke muligt, da der kan opstå en advokeringstrussel²³⁵. Revisor skal i sit hverv ikke berette om fremtiden, men erklærer sig i det store hele på baggrund af historiske begivenheder. Revisor bekræfter altså ting, som er hændt, og dermed modsat sluttet, hverken be- eller afkræfter mulige prognoser, medmindre der er tale om going concern.

I dag skal revisor udelukkende udarbejde en erklæring i forbindelse med udbuddet efter de selskabsretlige forpligtelser, hvis selskabet er underlagt revision og hvis emissionen ikke sker som led i den ordinære generalforsamling, som nævnt i afsnit 2.3.1. Revisor skal i denne henseende blot kontrollere, at ledelsesberetningen indeholder en beskrivelse af udviklingen i den økonomiske stilling, siden seneste årsregnskab, og at tallene heri stemmer overens, jf. SL § 156, stk. 2, nr. 3²³⁶. Det underbygger derfor, at der mangler en mængde validitet, ved disse udbud til offentligheden.

Spørgsmålet bliver derfor, hvordan denne validitet skabes på objektive vilkår, når fokus er på selve udbudsmaterialet. Revisor kan som nævnt ikke direkte revidere udbudsmaterialet, uden at gå på kompromis med en række fundamentale principper i sin profession, og det er stadig op til den enkelte investor selv at foretage sin risikovurdering. Med afsæt i denne afhandlings undersøgelser, som tyder på at forventningerne til de udstedende selskaber er alt for høje, i forhold til hvad de reelt kan præstere, er udsprunget et langt mere objektivi- tativ. Denne afhandlings undersøgelser samt den generelle kritik af First North udstederne, tyder nemlig på, at virksomhederne værdiansættes alt for højt, hvilket for nyligt igen blev påpeget af Carsten Tanggaard, forsker i finansielle markeder hos Aarhus Universitet samt Nicolai Frisch, tidligere administrerende direktør hos børsnoterede EuroInvestor.com A/S, i en artikel d. 24. maj, 2022²³⁷. Når værdiansættelsen generelt er for høj på First North, tyder det dermed på, at investorerne betaler en rigtig høj pris, for de forventninger, som der netop er til væksten og fremtiden. Hvis investorerne blev bekendte med den reelle pris for disse forventninger, vil de måske være mere tilbøjelige til at foretage en skarpere risikovurdering, og dermed kunne investorbeskyttelsen øges.

Dette mere objektive initiativ går derfor på, at revisor vil kunne bidrage ved at foretage en objektiv værdiansættelse af virksomheden, efter eksempelvis værdiansættelsescirkulæret nr. 185 af 17. november 1982, som senest ændret ved cirkulære nr. 9792 af 27. september 2021²³⁸. Ved at sammenholde en sådan værdiansættelse fra revisor med selve udbudsprisen på virksomheden, fremkommer den merpris som investorerne erlægger for forventningen til vækst, som virksomheden præsenterer i sit udbudsmateriale. Hvis udbudsprisen er langt over revisors værdiansættelse, vil det formodentlig påvirke investorens beslutning, da prisen for væksten nu er blevet gennemskuelig. Dette vil dermed være et tiltag, som bi-

²³⁵ Kim Fücksel m.fl., *"Revisor – Regulering & Rapportering"*, 4. udgave, 2017, s. 121-122.

²³⁶ Erik Werlauff, *"Selskabsret"*, 10. udgave, 2016, s. 257-258.

²³⁷ Simon Kirketerp & Emil Stig Pedersen, *"Bunken af skuffelser på vækstbørs vokser: Aktier straffes – halvdelen i minus med over 50 pct."*, udgivet af Børsen d. 24. maj, 2022.

²³⁸ Det skal ikke nødvendigvis være efter dette cirkulære, præmissen er blot, at alle værdiansættelser udføres nøjagtigt ens efter et sæt identiske retningslinjer.

drager til at øge validiteten af udbudsmaterialet på baggrund af historiske tal, samtidig med at revisors objektivitet og integritet ikke trues, og revisor ikke kan betragtes som advokerende for aktiesalget.

5.2.2. Proof of business

Gennem arbejdet med undersøgelsen i afsnit 3.4.1, hvor samtlige udbudsmaterialer og regnskabsdata blev gennemgået for de 12 udstedere, opstod en fornyet viden. For det første; enkelte udstedere var afhængige af at opnå finansieringen gennem First North, da de havde vanskeligheder, hvad angik going concern. Det er formodentligt ikke alle investorer, som er opmærksomme på, at de tegner andele i et konkurstruet selskab, hvilket er yderst problematisk. Samtidig med dette, har flere selskaber i året for optagelsen fravalgt revision, hvorfor det reelt ikke vides, om de var konkurstruet på tidspunktet for optagelsen. For det andet; visse udstedere har ikke engang en igangværende forretning, når de søger kapital og optagelse på First North. Som investor skal investeringen derfor næsten udelukkende baseres på et skøn, om det rent faktisk kan lykkes udstederen at få startet en forretning op, når kapitalen er tegnet. Kan et selskab uden en reel forretning endnu, overhovedet betegnes som en vækstvirksomhed?

Disse to momenter har derfor resulteret i, at Nasdaq Copenhagen bør tilføje nye krav i forbindelse med optagelse på markedspladsen. Kravene er nummeret nedenfor, og vil gennemgås enkeltvis. Alle kravene har det til fælles, at de skal være med til at dokumentere, at der reelt er tale om en stabil og igangværende forretning, og deraf navnet på kravene; »proof of business«-kravene.

1) Krav om revision af årsregnskabet året forinden optagelsen.

9 ud af de 44 selskaber, som blev optaget på First North fra og med 2018 havde enten fravalgt revision eller blot haft udvidet gennemgang året forinden optagelsen på First North²³⁹. Regnskabet i udbudsmaterialet baserer sig derfor på et ikke-revideret regnskab. Det er problematisk for validiteten af udbudsmaterialet, og investorer kan ikke vide, om selskabet reelt har udfordringer hvad angår going concern eller om aktiver er værdiansat korrekt. Derfor bør det seneste årsregnskab for optagelsestidspunktet være underlagt revision.

2) Virksomheden skal kunne dokumentere, at den har den fornødne kapital til at fortsætte sin drift minimum 12 måneder frem, samt revisors erklæring her på.

I realiteten vil dette nye krav egentlig blot betyde, at der ikke må være væsentlige udfordringer i forbindelse med den fremtidige drift. Ved at opfylde krav nr. 1, vil det dermed fremgå at årets reviderede regnskab for året forinden. Er der i dette regnskab fremhævet going concern forhold, kan udstederen altså ikke optages til handel på First North. Kravet udspringer af det forhold, at flere udstedere på First North har en negativ egenkapital, og investorenes tegnede kapital tabes i gennemsnit inden for 3 år, jf. afsnit 3.4.1. Desuden har hele 41,67% af de analyserede selskaber haft en væsentlig usikkerhed i forhold

²³⁹ Bilag 1, "Dataindsamling udstedere på FN" under arket "Regnskabstal for FN selskaber".

til den fremtidige drift, efter de er blevet optaget på markedspladsen. Kravet betyder, at selskabet altså ikke må være nødlidende og afhængig af emissionen. Dermed gør kravet det også kun muligt for sunde vækstforetagender at blive optaget på First North.

Faktisk findes et lignende krav allerede i First Norths rulebook, jf. regelsættets punkt 2.3.2, som kræver, at virksomheden har »*tilstrækkeligt med arbejdskapital til at forsætte som minimum 12 måneder frem*«²⁴⁰. Men hvem bedømmer dette krav og er det i princippet ikke en alt for subjektiv bedømmelse? Desuden kan det undre, at to selskaber med fremhævede going concern forhold fra revisor alligevel kan optages på markedspladsen, for hvor reelt er det eksisterende krav så?

3) Lock-up periode på 24 måneder for eksisterende storaktionærer

I forbindelse med en stor andel af udbuddene, viser det sig, at der ikke udelukkende tegnes nye kapitalandele. Faktisk forholder det sig til tider sådan, at både ledelsen og andre storaktionærer sælger en større andel af deres aktiebeholdninger ved emissionen eller kort efter optagelsen til handel på markedspladsen²⁴¹. Dette er svært at aflæse af udbudsmaterialet, og er en handling, som indikerer at det muligvis går ringe for virksomheden, som belyst i afsnit 4.3.2. Samtidig med dette, er der ikke gennemsigtighed i ejerskabet, pga. den manglende flagningspligt, og en udskiftning af majoritetsaktionærerne kan principielt ske uden investorernes vished herom. For at bevare ledelsens motivation for, at aktiernes kurs skal stige på længere sigt, virker det derfor som et åbenlyst tiltag i Nasdaq's regler at kræve en lock-up periode for de eksisterende storaktionærer. Dermed bidrager kravet til alles interesse, om en fortsat stigende aktiekurs. Hvis ledelsen i realiteten selv mener, at deres opsatte vækstmål og udviklingen af forretningen er realistisk, burde de heller ikke have noget i mod at bevare deres aktiepositioner. En lock-up periode vil dermed bidrage til en mere stabil markedskurs²⁴². Årsagen til netop de 24 måneder er, at der er tale om små vækstvirksomheder, som på den måde indirekte tvinges til at følge deres proklamerede plan og strategi, som minimum 2 år ud i fremtiden. En kortere periode vil ikke være i synergi med sådanne vækstplaner.

En storaktionær skal i denne henseende defineres efter KAP § 38, stk. 1, som en person med besiddelse af aktier på mere end 5% af den samlede aktiekapital i selskabet²⁴³.

4) Ingen udskiftning i bestyrelsen eller direktionen 12 måneder forinden

Der er som investor et behov for at vide, at den forretning, som investeres i, er stabil og forholder sig til en fast plan og strategi. Derfor er det også nødvendigt at kræve, som led i proof of business, at både bestyrelsen og direktion har været den samme, som minimum et år forinden optagelse til handel. Et selskab, som har haft en skiftende direktion og ledelse, er LED iBond International A/S, og forretningsens

²⁴⁰ Nasdaq, "Nasdaq First North Growth Market - Rulebook", 2021, s. 6.

²⁴¹ Af eksempler hvor ledelsen solgte ud af egne aktier, kan nævnes Danish Aerospace Company A/S og SameSystem A/S.

²⁴² Julia Kagan, Reviewed article on "Lock-Up Period", udgivet på Investopedia, 25. April 2021.

²⁴³ Jesper Lau Hansen, "Kapitalmarkedsloven med kommentarer", 1. udgave, 2020, s. 318.

udvikling har samtidig været slingrende. Det afspejles da også i aktiekursen, der siden første handelsdag er faldet med knap 74%²⁴⁴.

At indføre disse fire krav til Nasdaqs regelsæt for First North, vil med stor sandsynlighed betyde, at antallet af udbud mindskes, hvormed det ene delformål med forordning (EU) nr. 2115/2019 af 27. november 2019 om fremmelsen af SMV-vækstmarkeder vil opfyldes i en mindre grad. Omvendt vil hovedformålet fra præambelbetragtning nr. 4, som analyseret i afsnit 3.4, formodentligt kunne opfyldes i en langt højere grad; netop at de SMV'er som optages, vil opleve en langt større grad af vækst, end tilfældet er i dag. Simpelthen af den årsag, at der vil blive tale om stabile, sunde igangværende virksomheder, og ikke blot virksomheder fyldt med varm luft og urealistiske vækstmaal.

5.3. Nasdaqs egne initiativer juli 2022

Nasdaq har i april 2022 igangsat en »omfattende« ændring af deres rulebook, hvad angår First North markederne i Danmark, Sverige og Finland. Det er første gang at Nasdaq ændrer på regelsættet, siden markedspladsen overgik til et SMV-vækstmarked pr. 1. september 2019. Det sker med henblik på at »styrke tilliden, troværdigheden og gennemsigtigheden af First North yderligere«. Indsatsen sigter primært efter at ændre på selve optagelseskravene, for at styrke optagelsesprocessen og højne kvaliteten samt integriteten af de udbud, som optages til handel²⁴⁵.

Dermed erkender Nasdaq indirekte selv, at der er udfordringer med de selskaber, som bliver optaget til handel på markedspladsen. Det gør de i og med, at de ordret skriver, at de vil styrke markedspladsens tillid, troværdighed og gennemsigtighed, ved at ændre på optagelseskravene.

Det nye regelsæt er stadig i gang med at blive udformet, og forventes først vedtaget til juli 2022. Indtil videre foreligger der derfor kun et forslag til, hvordan reglerne kan ende med at se ud²⁴⁶. Ændringerne må i sandhed vurderes som værende yderst omfattende, som Nasdaq selv beskriver det, da der for det første indføres et helt nyt kapital i regelsættet, samt ændres på hele 64 punkter i det eksisterende regelsæt. Det fremgår af forslaget til det nye regelsæt, at formålet er at justere hele regelsættet, således det kommer til at matche de samme forpligtelser, som er på det regulerede marked. Det er både hvad angår optagelseskrav, oplysningsforpligtelser og gennemsigtighed²⁴⁷.

At Nasdaq er i gang med at ændre regelsættet så fundamentalt, og at det er nøjagtigt disse områder som sigtes efter at blive ændret, virker som en umiddelbar bekræftelse af denne afhandlings problem- og gestandsfelt. Der er som nævnt heller ikke optaget nogen selskaber til handel på First North i første halv-

²⁴⁴ Simon Kirketerp & Emil Stig Pedersen, "Bunken af skuffelser på vækstbørs vokser: Aktier straffes – halvdelen i minus med over 50 pct.", udgivet af Børsen d. 24. maj, 2022.

²⁴⁵ Nasdaq OMX Nordic, "Consultation aimed at strengthening confidence, credibility and transparency of Nasdaq First North listing platform", April 2022.

²⁴⁶ Nasdaq OMX Nordic, "Consultation on Nasdaq's First North Growth Market Rulebook", maj 2022, s. 4.

²⁴⁷ Nasdaq OMX Nordic, "Comparative table between proposal and FN Rulebook", maj 2022, s. 1-9.

år af 2022, hvilket indikerer at Nasdaq Copenhagen har sat optagelserne på pause for en stund. Forslagene til det nye regelsæt vil ikke behandles yderligere, da det er offentliggjort så sent i dette projektforløb og samtidig er så omfattende, at det praktisk ikke er muligt at indeholde og behandle grundigt nok i afhandlingen.

Kapitel 6: Konklusion

Afhandlingens genstandsfelt kan opdeles i tre spørgsmål, som samlet besvarer problemformuleringen. Først og fremmest spørgsmålet om, hvorvidt First North udgør en trussel mod den generelle investorbeskyttelse, dernæst om revisor kan modvirke en sådan trussel, og til sidst, spørgsmålet og titlen på denne afhandling; hvem er egentlig den reelle vinder på SMV-vækstmarkedet, First North Danmark? Konklusionen vil derfor følge denne naturlige rækkefølge, og sammendrage alle analyseres resultater i en samlet besvarelse.

Udgør First North en trussel mod investorbeskyttelsen?

På et SMV-vækstmarked som First North, er der en lang række lempelser i udstedernes forpligtelser, herunder specielt oplysningsforpligtelserne. En af de mest væsentlige faktorer i en høj investorbeskyttelse er gennemsigtighed, både på de finansielle markeder, såvel som i selve de udstedende selskaber. Derfor er det også problematisk, at dette lige præcis er et område hvor der er lempet. Helt præcist er disse udstedere fritaget for at udarbejde halvsårsrapport efter KAP § 27, beretninger om betaling til myndigheder efter KAP § 29, storaktionærmeddelelser efter KAP § 30, oplysning om erhvervelse eller afhændelse af egne aktier efter KAP § 31, ændring i stemmerettigheder eller samlet kapital efter KAP § 32 og ingen krav om pligtmæssige overtagelsestilbud fra nye majoritetsaktionærer efter KAP §§ 44 & 45. Dermed udgør flere af disse lempelser en direkte trussel mod investorbeskyttelsen.

Nasdaq har udarbejdet en fælles »rulebook« for de tre nordiske First North markedspladser. Dette regelsæt indeholder krav ifm. optagelsen, men ligeledes en række compliance krav. Med disse compliance krav har Nasdaq faktisk indsat en række oplysningsforpligtelser, som ustederne ellers er fritaget for, i forsøget på at højne investorbeskyttelsen. Herunder gælder det, at der alligevel er krav om halvårsrapport i lighed med KAP § 27 og oplysning om ændringer i stemmerettigheder eller den samlede kapital i lighed med KAP § 32. Dette er forhold, som faktisk øger gennemsigtigheden, og dermed gør investoren mere ajour med forholdene i virksomheden.

Fra politikernes side er disse lempelser opvejet med en række yderligere krav til operatøren af SMV-vækstmarkedet, i et forsøg på at skabe en form for blåstempling af markedspladsen, som værende af højere investorbeskyttelse. Disse yderligere krav er gennemgået enkeltvis i afsnit 4.2. Kobles kravene sammen med definitionen af investorbeskyttelse fra afsnit 1.7, bidrager de yderligere krav ikke på nogen nævneværdig måde til en større beskyttelse af investorerne. Kravene øger investorbeskyttelsen med marginaler, i forhold til en almindelig MHF, men når på ingen måde op mod de krav, som findes for regulerede markeder. Blåstemplingen af et SMV-vækstmarked er dermed af mere symbolsk betydning. First North udgør derfor en trussel mod den opfattede og forventede investorbeskyttelse.

Hvordan kan revisor modvirke denne trussel?

De manglende oplysningsforpligtelser er et juridisk moment, som revisor næppe kan påvirke gennem sit hverv. Men som en del af undersøgelsen blev det ligeledes analyseret, hvorfor netop oplysningsforpligtelser er så vigtig en del af investorbeskyttelsen; pga. den øgede validitet, som skabtes i markedet. Lige præcis validitet, er en faktor som revisor rent faktisk kan bidrage til at øge, gennem sit hverv som offent-

lighedens tillidsrepræsentant. Afhandlingens undersøgelser udmundende derfor i to konkrete initiativer:

1) Revision af udbudsmateriale, og 2) »Proof of business«-kravene.

1) Revision af udbudsmateriale

Det vil være oplagt at indføre en form for revision af selve udbudsmaterialet, hvis revisor kunne påtage disse dokumenter med en objektiv konklusion af de fastsatte vækst mål og -planer, da både prospekterne såvel som virksomhedsbeskrivelser, kan give investorerne et misvisende billede af virksomheden. Af undersøgelsen i afsnit 3.4.1, fremgik det, at 2 ud af de 12 analyserede virksomheder havde udfordringer hvad angik going concern på optagelsestidspunktet og reelt var afhængige af emissionen. Samtidig havde 9 ud af 44 selskaber fravalgt revision, i det år de søgte om optagelse på First North, hvorfor det reelt ikke vides, om nogle af disse havde væsentlige usikkerheder, hvad angik den fremtidige drift. Det kan virke besynderligt, at en konkurstruet virksomhed selv mener, at det er muligt at opnå skyhøje vækst mål på baggrund af en kapitalindsprøjtning, og er faktisk også i strid med First Norths regelsæt, men som åbenbart ikke overholdes. Af den årsag kan det konkluderes, at udbudsmaterialet mangler validering. Revisors validering heraf vil unægteligt være subjektiv, og derfor skabe en advokeringstrussel i revisors virke. Af den årsag kan revisor ikke revidere udbudsmaterialet direkte, men skal i stedet foretage en uafhængig og objektiv værdiansættelse af virksomheden, efter eksempelvis værdiansættelsescirkulæret. På den måde informeres investorerne om den merpris som de erlægger, for at købe sig ind i forventningerne til vækst i virksomheden, og en større validitet og gennemsigtighed i tegningskursen skabes.

2) »Proof of business«-krav

Som led i den manglende validitet af selve virksomhederne, der optages til handel på First North, bør der indføres nye regler i Nasdaqs rulebook, som øger kravene ifm. optagelse. Dette tiltag, vil modsat det første, kunne udføres på et langt mere objektivt grundlag.

For at gøre udbuddet mere validt, skal der helt præcis indføres fire nye regler:

- 1) Krav om revision af årsregnskabet året forinden optagelsen.
- 2) Virksomheden skal kunne dokumentere, at den har den fornødne kapital til at kunne fortsætte sin drift minimum 12 måneder frem og ikke har nogen væsentlig usikkerhed i denne forbindelse, samt revisors erklæring her på (going concern).
- 3) Lock-up periode på 24 måneder for eksisterende storaktionærer.
- 4) Ingen udskiftning i bestyrelsen eller direktionen 12 måneder forinden optagelse samt revisors erklæring her på.

Kravene vil med stor sandsynlighed mindske antallet af udbud på markedspladsen, men vil omvendt sikre investorerne mod at investere i »varm luft«.

Sammenlagt kan de to initiativer komprimeres til tre følgende punkter, som revisor skal bidrage med for at skabe en højere validitet:

- 1) Foretage en objektiv værdiansættelse af virksomheden.
- 2) Krav om revision af årets regnskab forinden optagelse og konkludere at der ikke foreligger væsentlig usikkerhed i forhold til den fremtidige drift.
- 3) Konkludere at selskabet har en stabil igangværende forretning, som er bæredygtig og ikke afhænger af emissionen (proof of business).

Hvem er den reelle vinder på First North?

Som situationen er i dag, er investorerne absolut ikke nogen form for vinder på SMV-vækstmarkedet Nasdaq First North Growth Market Danmark. Investorerne investerer deres penge i foretagender, som gennemsnitligt formår at tabe denne kapital inden for en periode på 3 år. Det lader sig ske ved at virksomhederne i gennemsnit skal bruge mere end 1,37 kr. i omkostninger, på at opnå 1 kr. i yderligere omsætning. Det er netop også derfor, at der er behov for revisor til at validere udstedernes vækstrejser.

Dem reelle vinder skal derfor findes blandt First Norths andre aktører, her i blandt; Nasdaq Copenhagen, de certificerede rådgivere og naturligvis de kapitalsøgende SMV'er.

Nasdaq Copenhagen har en gennemsnitlig indtægt på 295.600 kr. ved optagelse af en udsteder, og herefter en årlig indtægt på 75.600 kr. per udsteder, i form af et årligt gebyr. Samtidig tjener Nasdaq Copenhagen penge på at uddanne certificerede rådgivere til netop First North markedspladsen. En anden af Nasdaqs mest væsentlige indtægtskilder er de data, som de kan sælge til eksterne parter. Nasdaq Copenhagen har leveret et trecifret millionoverskud de seneste mange år, og vurderes derfor som en af vinderne på markedspladsen.

De certificerede rådgivere kræver omkring 2.937.000 kr. for at være tilknyttet og rådgive, ifm. optagelsen af en gennemsnitlig udsteder på First North. Derefter opkræves et årligt honorar på 162.000 kr. for overholdelse af Nasdaqs compliance forpligtelse. De certificerede rådgivere vinder derfor også på driften af First North Markedspladsen.

Tilbage er de kapitalsøgende SMV'er, som i 96,15% af tilfældene opnår en fuldtegning, og faktisk i 90% af tilfældene en overtegning af deres emissioner. Selskaberne er derfor næsten helt sikre på at opnå deres kapitalindsprøjtning gennem First North. En kapitalindsprøjtning, som viser sig at være større end den reelle markedsværdi. Samtidig svarer omkostningerne for SMV'erne ved optagelsen, til et engangsgebyr på 8,1% af emissionsbeløbet det første år, og derefter en årlig rente på ca. 0,59%. SMV'erne opnår dermed den fornødne kapital til en langt lavere omkostning, end tilfældet havde været ved fremmedfinansiering. Samtidig med dette, bærer SMV'erne en langt lavere risiko og kapitalen skal principielt ikke tilbagebetales gennem dividender eller renter.

First North har tre reelle vindere og kun én taber; nemlig investorerne.

Litteraturliste

Bøger

Aage Michelsen, Jane Bolander, Liselotte Madsen, Anders Nørgaard Laursen & Inge Langhave, "*Lærebog om indkomstskat*", 18. udgave. Djøf Forlag 2019. ISBN: 9788757443561

Anders Ørgaard, "*Konkursret*", 12. udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2018. ISBN: 9788757439953

Benjamin Graham & Jason Zweig, "*The Intelligent Investor*", revised 4th edition, Harpercollins Publishers Inc, 2003. ISBN: 9780060555665

Erik Werlauff, "*Selskabsret*", 10. udgave, Karnov Group Denmark A/S, 2016. ISBN: 97861938350

EY, "*Indsigt i årsregnskabsloven*", 7. udgave. Udgivet af EY Godkendt Revisionspartnerselskab 2020/2021.

Jan Fedders, Henrik Steffensen & Kim Tang Lassen, "*Årsrapport efter internationale regnskabsstandarder – fra dansk praksis til IFRS*", 5. udgave, Karnov Group Denmark A/S, 2017. ISBN: 9788761939449

Jesper Lau Hansen, "*Kapitalmarkedsloven med kommentarer*", 1. udgave, Djøf Forlag, 2020. ISBN: 9788757436396

Kim Fücksel, Peter Gath, Lars Bo Langsted, Peter Krogh Olsen & Jens Skovby, "*Revisor – Regulering & Rapportering*", 4. udgave. Karnov Group Denmark A/S, 2017. ISBN: 9788761939593

Lars Lindencrone Petersen, Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "*Finansielle virksomheder – regler og rapportering*". 2. Udgave. Djøf Forlag, 2021. ISBN: 9788757449433

Lennart L. Andersen & Erik Werlauff, "*Kreditretten*", 6. udgave. Karnov Group Denmark A/S, 2017. ISBN: 978-87-619-3590-8

Lone L. Hansen & Erik Werlauff, "*Den juridiske metode - en introduktion*", 2. udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2016. ISBN: 9788757436648

Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, "*Børs- og kapitalmarkedsret*". 6. udgave. Djøf Forlag, 2019. ISBN: 9788757439083

Thomas Riis, Jan Trzaskowski med flere, "*Skriftlig Jura – Den juridiske fremstilling*", 2. udgave, Ex Tuto Publishing A/S, 2020. ISBN: 9788742000328

Juridiske dokumenter

Finanstilsynet, "*Vurdering af en ansøgning om fit & proper-godkendelse*", journal nr. 21-011733, 25. august 2021. [Online; tilgået d. 3. marts, 2022], <https://www.jyskebank.dk/media/api/content/mediafiles/h4aj3bm0/resume-af-afg%C3%B8relse-finanstilsynet.pdf>

Nasdaq, "*Annual Report 2020*", udgivet af Nasdaq Copenhagen A/S og revideret af EY Godkendt revisionspartnerselskab, 2021. Hentet fra CVR.dk d. 27. april 2022.

Nasdaq, "*Annual Report 2018*", udgivet af Nasdaq Copenhagen A/S og revideret af EY Godkendt revisionspartnerselskab, 2019. Hentet fra CVR.dk d. 27. april 2022.

Nasdaq, "*Årsrapport 2016*", udgivet af Nasdaq Copenhagen A/S og revideret af EY Godkendt revisionspartnerselskab, 2017. Hentet fra CVR.dk d. 27. april 2022.

Nasdaq, "*Nasdaq First North Growth Market Pricelist for Equity Issuers*", gyldig fra 1. januar 2022, udgivet af Nasdaq OMX. [Online; tilgået d. 1. maj, 2022], https://www.nasdaq.com/docs/2022/01/03/First_North_Growth_Market_Pricelist_2022.pdf

Nasdaq, "Nasdaq First North Growth Market - Rulebook", udgivet d. 8. november 2021 af Nasdaq Copenhagen A/S. [Online; tilgået d. 30. marts, 2022], https://www.nasdaq.com/docs/2021/11/05/Nasdaq-First-North-Growth-Market-Rulebook_08.11.2021.pdf

Nasdaq OMX Nordic, "Consultation on Nasdaq's First North Growth Market Rulebook", udarbejdet 1. april 2022, men først publiceret medio maj 2022. [Online; tilgået d. 20. maj, 2022], https://www.nasdaq.com/docs/2022/04/01/First_North_Rulebook_Consultation_Document_2022-04-01.pdf?fbclid=IwAR1EtGu4pJzEu8TOVAuCWstuw1gYgUlbkK2UuxKuiPe0sWd4oSefPt-WaeA

SameSystem A/S, "SameSystem A/S has decided to lower the pre-money valuation resulting in a new offer price of DKK 5.00", selskabsmeddelelse nr. 4-2021 af 15. juni 2021. [Online; tilgået d. 17. Maj, 2022], <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b3aff2ff956e690657c3e19d2c3d3d01a&lang=en>

Retskilder

Nationale love

FIA	Lov nr. 1155 af 8. juni 2021 om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter.
FIL	Lovbekendtgørelse nr. 2497 af 15. december 2021 om finansiel virksomhed (Lov om finansiel virksomhed) som senest ændret ved L nr. 1166 af 8. juni 2021.
KAP	Lovbekendtgørelse nr. 2014 af 1. november 2021 om kapitalmarkeder (Kapitalmarkedsloven).
KL	Lovbekendtgørelse nr. 775 af 3. maj 2021 om konkurs (Konkursloven).
RL	Lovbekendtgørelse nr. 25 af 8. januar 2021 om godkendte revisorer og revisionsvirksomheder.
SEL	Lovbekendtgørelse nr. 251 af 22. februar 2021 om selskabsbeskatning (Selskabsskatteloven, som senest ændret ved lov nr. 2611 af 28. december 2021.
SL	Lovbekendtgørelse nr. 1952 af 11. oktober 2021 om aktie- og anpartsselskaber (Selskabsloven), som senest ændret ved lov nr. 2601 af 28. december 2021.
SSL	Lov nr. 149 af 10. april 1922 om indkomstskat til staten (Statsskatteloven), som senest ændret ved lov nr. 1883 af 29. december 2015.
ÅRL	Lovbekendtgørelse nr. 838 af 8. august 2019 om årsregnskaber (Årsregnskabsloven).

Nationale bekendtgørelser

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud

Bekendtgørelse nr. 636 af 15. maj 2020 om overtagelsestilbud i medfør af KAP §§ 49 og 255.

EU- og EF-direktiver

Gennemsigtighedsdirektivet

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EF) nr. 109/2004/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF.

MiFID I-direktivet

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EF) nr. 39/2004 af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF.

MiFID II-direktivet

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) nr. 65/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU.

Overtagelsesdirektivet

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EF) 25/2004/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud.

Prospektdirektivet

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF.

EU- og EF-forordninger

Forordning om SMV-vækstmarkeder

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 2115/2019 af 27. november 2019 om ændring af direktiv 2014/65/EU og forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129, for så vidt angår fremme af afvendelsen af SMV-vækstmarkeder.

IFRS-forordningen

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002 om anvendelse af internationale regnskabsstandarder.

Markedsmisbrugsforordningen

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug (markedsmisbrugsforordningen) og om ophævelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF og Kommissionens direktiv 2003/124/EF, 2003/125/EF og 2004/72/EF.

MIFIR	Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012.
Prospektforordningen	Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1129/2017 af 14. juni 2017 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, og om ophævelse af direktiv 2003/71.

Domme

C-329/93, C-62/95 & C-63/95 hvor en tysk virksomhed skulle stille garanti ifm. erhvervelsen af aktier i en anden tysk virksomhed, og at denne garanti skulle baseres på børskursen og ikke den indre værdi.

C-19/11 om Daimler AG's manglende opfyldelse af sine oplysningsforpligtelser, i forbindelse med mellemliggende trin i en større begivenhed.

U 2002.1531 H om advokat Jørgen Grønborgs brud af tavshedspligten i samfundets interesse.

Datakilder

Bilag 1, "*Dataindsamling over First North udstedere*", egen dataindsamling, 2022. Data indhentet fra de respektive udsteders egne virksomhedsbeskrivelser og prospekter, Nasdaqs database over udstedere og Nasdaqs markedsinformation over kurser, udbytter og markedsværdi. Bilaget findes vedhæftet som excel fil.

Nasdaq OMX Nordic, "*Aktier*", database over samtlige aktier på Nasdaqs nordiske markedspladser. Data indsamlet 2. maj, 2022, fra: <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier>

Nasdaq OMX Nordic, data over "*PRIMOF, PRIME OFFICE, (DK0060137594)*". Data indhentet d. 5. april 2022, fra: <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=CSE55880&name=Prime%20Office&ISIN=DK0060137594>

Nasdaq, "*Selskabsmeddelelser*". Database over alle selskabers meddelelser og udbudsmateriale. Alle selskabsmeddelelser er indhentet d. 3. maj 2022, fra: <http://www.nasdaqomxnordic.com/nyheder/selskabsmeddelelser>

Nordea, "*Låneberegner: Beregn hvad det koster at låne til erhverv*". Lånedata er indhentet d. 27. april 2022, fra: <https://www.nordea.dk/erhverv/produkter/finansiering/beregn-hvad-det-koster-at-laane.html>

Artikler

Carsted Rosenberg, "*Nasdaq First North becomes an SME Growth Market*", publiceret d. 1. september, 2019 og opdateret senest d. 28. april, 2021. [Online; tilgået d. 29. april, 2022], <https://www.carstedrosenberg.com/post/nasdaq-first-north-becomes-an-sme-growth-market>

Emil Stig Pedersen & Simon Kirketerp, "*Fiasko på fiasko fra nye børsselskaber: Glipper vækstmaal på stribe, bløder millioner og store kursfald til aktier – »Det har en snert af bondefangeri«*", 25. maj 2021, udgivet af Børsen. [Online; tilgået d. 23. maj, 2022], <https://borsen.dk/nyheder/investor/vaekstmaal-krakelerer-borsselskaber-i-dybe-problemer>

Finanstilsynet, "*Finanstilsynets praksis og betragtninger omkring hæderlighedsvurderinger*", 4. april 2022. [Online; tilgået d. 6. april, 2022], <https://www.finanstilsynet.dk/-/media/Nyhedscenter/2022/Finanstilsynets-praksis-og-betragtninger-omkring-haederlighedsvurderinger.pdf>

Finanstilsynet, "*Nye regler om insiderlister for SMV-vækstmarkeder*", 19. januar 2021. [Online; tilgået d. 16. marts, 2022], https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Nyhedsbreve-for-kapitalmarkedsomraadet/2021/januar_2021/Nye-regler-om-insiderlister-for-SMVvaekstmarkeder

Finanstilsynet, "*Påtale til GreenMobility A/S for ikke hurtigst muligt at have offentliggjort intern viden til markedet*", 15. august 2019. [Online; tilgået d. 11. maj, 2022], https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsreaktioner/Paatale/2019/GreenMobility_150819

Finanstilsynet, "*Systematiske internalisatorer*". [Online; tilgået d. 1. marts, 2022], <https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/Information-om-udvalgte-tilsynsomraader/MiFIDogMiFIR/Systematisk-internalisatorer/generelt-om-si>

Finanstilsynet, "*Udsteders oplysnings- og indberetningsforpligtelser*", udgivet d. 5. oktober 2021. [Online; tilgået d. 5. april, 2022], https://www.finanstilsynet.dk/Ansoeg-og-Indberet/Indberetning-for-finansielle-virksomheder/Kapitalmarkedsomraadet/Udsteders_oplysnings_og_indberetningsforpligtelser

John Stihøj, "*Sådan læser du et børsprospekt*", udgivet af Dansk Aktionærforening d. 20. juli 2018. [Online; tilgået d. 6. maj, 2022], <https://www.shareholders.dk/guide/saadan-laeser-du-et-boersprospekt>

Julia Kagan, Reviewed article on "*Lock-Up Period*", udgivet på Investopedia, 25. April 2021. [Online; tilgået d. 30. maj, 2022], <https://www.investopedia.com/terms/l/lockup-period.asp>

Morten W. Langer, "*Sammenbruddet på First North Danmark nærmer sig*", 2. juni 2021, udgivet af Nordnet. [Online; tilgået d. 23. maj, 2022], <https://www.nordnet.dk/blog/sammenbruddet-paa-first-north-danmark-naermer-sig/>

Nasdaq OMX Nordic, "*Comparative table between proposal and FN Rulebook*", maj 2022. [Online; tilgået d. 22. maj, 2022], [https://www.nasdaq.com/docs/2022/04/01/Comparative_table_Proposal_vs%20FN_Rulebook_\(2022-04-01\).pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2022/04/01/Comparative_table_Proposal_vs%20FN_Rulebook_(2022-04-01).pdf)

Nasdaq OMX Nordic, "*Consultation aimed at strengthening confidence, credibility and transparency of Nasdaq First North listing platform*", April 2022. [Online; tilgået d. 22. maj, 2022], <https://www.nasdaq.com/solutions/rules-regulations-first-north-mtf-rules>

Nasdaq OMX Nordic, "*Om os*". [Online; tilgået d. 23. februar, 2022], <http://www.nasdaqomxnordic.com/omos>

Peter Voergaard, "*Lars Tvede: Der er et kæmpe opbrud i vækstaktierne*", EuroInvestor, 25. maj 2021. [Online; tilgået d. 9. marts, 2022], <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/lars-tvede-der-er-et-kaempe-opbrud-i-vaekstaktierne>

Ritzau, "*The Speedrecruiters Company A/S udskyder sin IPO på grund af forholdene på de finansielle markeder*", 4. oktober 2021, selskabsmeddelelse nr. 3-2021. [Online; tilgået d. 1. maj, 2022], <https://via.ritzau.dk/announcement?announcementId=4291&publisherId=13560643&lang=da>

Simon Kirketerp & Emil Stig Pedersen, "*Bunken af skuffelser på vækstbørs vokser: Aktier straffes – halvdelen i minus med over 50 pct.*", udgivet af Børsen d. 24. maj, 2022. [Online; tilgået d. 31. maj, 2022], <http://www.borsen.dk/nyheder/investor/bunke-af-skuffelser-paa-vaekstborsen-vokser>

Thomas Peter Clausen, "*Er First North børsen kollapsede allerede?*", Neptoon Invest, 9. november 2021. [Online; tilgået d. 7. marts, 2022], <https://www.neptooninvest.dk/post/er-first-north-b%C3%B8rsen-kollapset-allerede>

Andre bilag

Bilag 2, e-mail om prissætning fra anonymiseret Certified Advisor. Modtaget d. 26. april 2022.



ti 26-04, 12:12

Hej Simon

Tak for din mail.

Jeg kender ikke mine konkurrenters priser direkte.

I forbindelse med opstart , notering og virksomhedsbeskrivelse eller prospektet ligger der to ydelser hos  en fast månedlig betalt fee i 5-6 måneder i perioden på ca. 350.000 – 400.000 DKK i alt i perioden, samt et succes fee ved optagelsen til handel på ca. 6% af de beløb som er solgt aktier for ved noteringen. Procentsatsen kan være lavere hvis der er tale om store emissioner (over 60 mio. DKK)

Efterfølgende er der en månedlig fee (da selskabet skal have en compliance rådgiver som er Certified adviser) på ca. 12.000-15.000 DKK + moms pr. måned.

Du skal nok have fat i nogle af de andre for at se hvad deres fee struktur er.

