

# AFGØRELSER OG UDTALELSER I 2010

NASDAQ OMX KØBENHAVN



**NASDAQ OMX®**

I	FORORD .....	3
II.	BØRSMARKEDET .....	5
1.	PÅTALER .....	5
1.1.	Halvårsrapport tilgængelig på selskabets hjemmeside forud for offentliggørelse .....	5
1.2.	Manglende offentliggørelse af indkaldelse til generalforsamling .....	6
1.3.	Koordinering af offentliggørelse af selskabsmeddelelser .....	6
1.4.	Manglende offentliggørelse af bestyrelsesmedlems fratrædelse og oplysninger i pressen om emission .....	8
1.5.	For sen offentliggørelse af selskabsmeddelelse om to ordrer.....	9
1.6.	Tidspunkt for offentliggørelse af delårsrapport og referat af generalforsamling .....	10
1.7.	Offentliggørelse af forløb af ordinær generalforsamling .....	11
1.8.	Information fra selskabet om kommende selskabsmeddelelse .....	12
1.9.	Delårsrapport tilgængelig på selskabets hjemmeside forud for offentliggørelse .....	14
1.10.	Ikke tilstrækkelige informationer i en selskabsmeddelelse .....	15
1.11.	Fratrædelse af bestyrelsesformand .....	17
1.12.	Manglende offentliggørelse af selskabsmeddelelse ved lækage .....	18
1.13.	Indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling .....	21
1.14.	Selskabsmeddelelse vedrørende foreløbig udvikling i 3. kvartal 2009/10 .....	21
1.15.	Selskabsmeddelelse tilgængelig på hjemmeside forud for offentliggørelse .....	22
1.16.	Indkaldelse til ordinær generalforsamling .....	23
1.17.	Indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling .....	24
1.18.	Indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling .....	24
1.19.	Offentliggørelse af forløb af ekstraordinær generalforsamling .....	25

<b>2.</b>	<b>UDTALELSER OG ANDRE SAGER</b>	<b>26</b>
2.1.	Overvågning af investeringsinstitutternes indberetning af indre værdi og cirkulerende andele	26
2.2.	Udstedelse af aktier i selskaber, der allerede er optaget til handel på NASDAQ OMX Copenhagen henholdsvis First North	28
2.3.	Oplysninger om godkendelse tilgængelig på myndigheds hjemmeside	28
2.4.	Investeringsstrategi	30
2.5.	Fastholdelse af forventninger i en meddelelse og efterfølgende nedjustering	31
2.6.	Meddelelse om muligt overtagelsestilbud som følge af lækage	33
2.7.	Ikke-kursrelevante informationer, som offentliggøres i en selskabsmeddelelse	33
2.8.	Tidspunkt for offentliggørelse af årsrapport	35
2.9.	Tidspunkt for offentliggørelse af delårsrapport	36
2.10.	Udstedelse af tegningsretter	36
2.11.	Ansættelse af ny administrerende direktør	37

### III. FIRST NORTH 39

<b>1.</b>	<b>PÅTALER</b>	<b>39</b>
1.1.	Manglende offentliggørelse af årsrapport	39
1.2.	Manglende offentliggørelse af årsrapport	40
1.3.	Forventninger i et prospekt ikke offentliggjort i en selskabsmeddelelse	41
1.4.	Forventninger i et prospekt ikke offentliggjort i en selskabsmeddelelse	42
1.5.	Manglende offentliggørelse af revisionspåtegning	43
1.6.	Manglende offentliggørelse af revisionspåtegning	44
1.7.	For sen offentliggørelse af årsrapport og for sen offentliggørelse af generalforsamlingsreferat	45
1.8.	For sen offentliggørelse af årsrapport	46
1.9.	Forløb af ekstraordinær generalforsamling	47
1.10.	Forløb af ekstraordinær generalforsamling	47

<b>2. ANDRE SAGER</b> .....	<b>49</b>
2.1 Datering af årsrapport .....	49
2.2 Tidspunkt for offentliggørelse af selskabsmeddelelse .....	49

## **IV. HANDELSREGLER** .....

**51**

<b>1. PÅTALER</b> .....	<b>51</b>
1.1. Medlemmers ansvar for levering, clearing og afvikling .....	51
1.2. Medlemmers ansvar for levering, clearing og afvikling .....	52
1.3. Medlemmers ansvar for levering, clearing og afvikling .....	53
1.4. Handel med sig selv/Handler mellem afdelinger i samme juridiske enhed .....	55



# I. FORORD

NASDAQ OMX Copenhagen (børsen) ønsker løbende at orientere markedet om, hvordan børsen i praksis fortolker og administrerer børsens regler for udstedere af værdipapirer, der er optaget til handel, både på hovedmarkedet og på First North, samt Norex Member Rules, som er de regler, der gælder for børsmedlemmer.

De sager, som skønnes at have betydning for udstedere, børsmedlemmer, rådgivere og andre med interesse for det danske børsmarked, offentliggøres løbende på:

[www.nasdaqomx.com/listingcenter/nordicmarket/surveillance/copenhagen](http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/nordicmarket/surveillance/copenhagen), når børsen træffer afgørelse.

Alle afgørelser og udtalelser samles hvert år i en publikation som denne, der omhandler 2010.

Børsens afgørelser og udtalelser er relateret til de forpligtelser, som ustederne er underlagt i børsens Regler for udstedere, det vil sige optagelsesbetingelser og oplysningsforpligtelser, samt Norex Member Rules for børsmedlemmerne. Udover børsens regler skal ustederne og børsmedlemmerne også følge værdipapirhandelslovgivningens regler. Det er Finanstilsynet, der administrerer og træffer afgørelse i relation til værdipapirhandelslovgivningen.

Børsen har dog en forpligtelse til at påse, at ustederne og børsmedlemmerne overholder værdipapirhandelslovgivningens regler. Børsen vil derfor også i en række tilfælde henvise til værdipapirhandelslovgivningens bestemmelser ved forespørgsler til ustederne og børsmedlemmerne og således også i en række af sagerne refereret her. Børsen træffer afgørelser og beslutter eventuelle sanktioner i relation til børsens regler og Norex Member Rules, og såfremt det ikke kan udelukkes, at der også er sket en overtrædelse af værdipapirhandelslovgivningens regler, informerer børsen Finanstilsynet om sagen.

Børsen offentliggør overtrædelser, der sanktioneres, med ustederens og børsmedlemmets identitet. Der er alene tale om offentliggørelse af ustederens og børsmedlemmets navn, når denne har fået en påtale. Børsen kan undlade at offentliggøre ustederens og børsmedlemmets identitet i tilfælde, hvor overtrædelsen er af mindre alvorlig karakter, eller hvor særlige hensyn gør sig gældende.

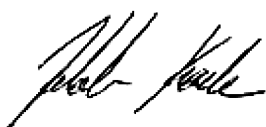
Såfremt påtalen er offentliggjort med identitet, fremgår denne efter overskriften på afgørelsen i denne publikation. Det skal bemærkes, at børsen stadig giver sin holdning til kende og eventuelt beklager et forhold over for en udsteder eller et børsmedlem uden, at dette fører til en offentliggørelse med navn. Sådanne sager er således også omtalt her i Afgørelser & Udtalelser.

Offentlighed om identitet ved en påtale, gælder både på Børsmarkedet for udstedere og børsmedlemmer og for selskaber optaget til handel på First North samt Certified Advisers på First North.

Pr. 1. juli 2010 er der foretaget enkelte sproglige præciseringer samt konsekvensændringer i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen A/S. Der er tale om ændringer, som ikke medfører reelle ændringer i udstedernes forpligtelser.

Spørgsmål til udstedernes oplysningsforpligtelser, værdipapirers optagelse til handel samt handelsregler for børnsmedlemmer kan rettes til Surveillance Copenhagen på telefon **+45 33 93 33 66**.

Januar 2011

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Jakob Kaule', written in a cursive style.

Jakob Kaule

# II. BØRSMARKEDET

## 1. PÅTALER

### 1.1. Halvårsrapport tilgængelig på selskabets hjemmeside forud for offentliggørelse

*(Danisco A/S)*

Et selskab kontaktede NASDAQ OMX Copenhagen (børsen) og oplyste, at regnskabstal fra selskabets halvårsrapport var blevet lækket til et nyhedsbureau forud for offentliggørelsen. Selskabet anmodede børsen om at iværksætte en børspause. Selskabets halvårsrapport blev offentliggjort efterfølgende, og handlen med selskabets aktier blev genoptaget.

Det fremgår af pkt. 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen, at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre oplysninger om beslutninger og andre forhold og omstændigheder, der kan være kursrelevante.

Det fremgår endvidere af pkt. 3.1.3 i Regler for udstedere af aktier, at offentliggørelse af oplysninger omfattet af regelsættet skal ske hurtigst muligt, medmindre andet er særligt bestemt.

Det fremgår endvidere af pkt. 3.1.4 i Regler for udstedere af aktier, at hvis et selskab opdager, at kursrelevante oplysninger er lækket før offentliggørelsen, skal selskabet offentliggøre en meddelelse herom. Såfremt kursrelevante oplysninger ubevidst gives til en tredjemand, som ikke er pålagt tavshedspligt, skal sådanne oplysninger straks offentliggøres.

På denne baggrund anmodede børsen selskabet om en redegørelse for forløbet op til offentliggørelsen af halvårsrapporten.

Selskabet oplyste i redegørelsen, at selskabet afholdt bestyrelsesmøde om formiddagen på dagen for offentliggørelse af halvårsrapporten, og at det var hensigten, at halvårsrapporten skulle offentliggøres under mødet efter bestyrelsens godkendelse.

Selskabet oplyste endvidere, at en af selskabets medarbejdere ved en fejl og i strid med selskabets forskrifter uploadede selskabets halvårsmateriale uden for selskabets firewall, hvorved opslaget kunne nås af eksterne personer forud for offentliggørelsen.

Selskabet beklagede hændelsen, som skabte en teknisk mulighed for tilgængelighed til børsfølsomme oplysninger. Selskabet oplyste endvidere, at selskabet havde indskærpet over for den pågældende medarbejder, at selskabets procedurer i forbindelse med uploading til hjemmesiden af børsfølsomme informationer skulle følges, sådan at der ikke fremover ville være adgang til børsfølsomme oplysninger forud for korrekt offentliggørelse.



Børsen noterede, at selskabet havde kontaktet børsen for at sikre, at der blev iværksat en børspause for handel med selskabets aktier, og at bestyrelsen hastebehandlede halvårsrapporten, som herefter hurtigst muligt kunne offentliggøres, jf. Regler for udstedere af aktier pkt. 3.1.4.

Børsen påtalte over for selskabet, at selskabets halvårsrapport var tilgængelig på selskabets hjemmeside forud for offentliggørelsen, jf. pkt. 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier.

## 1.2. Manglende offentliggørelse af indkaldelse til generalforsamling

Et selskab offentliggjorde forløb af ordinær generalforsamling. Selskabet offentliggjorde umiddelbart inden indkaldelse til ordinær generalforsamling.

Børsen kunne ikke se, at selskabets indkaldelse til ordinær generalforsamling var offentliggjort forud for afholdelse af generalforsamlingen.

Det fremgår endvidere af Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen pkt. 3.3.3, at indkaldelse til generalforsamling skal offentliggøres. Det fremgår af kommentaren til pkt. 3.3.3, at kravet om offentliggørelse af indkaldelse til generalforsamling gælder uanset, at indkaldelsen sendes til aktionærene pr. post eller offentliggøres i en annonce.

Børsen anmodede på denne baggrund selskabet om over for børsen at redegøre for baggrunden for, at indkaldelsen til den ordinære generalforsamling ikke blev offentliggjort forud for afholdelse af generalforsamlingen.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at der skete annoncering af indkaldelsen i en landsdækkende avis, ligesom denne blev udsendt til selskabets navnenoterede aktionærer. Selskabet oplyste, at da mere end 99% af aktiekapitalen tilhørte navnenoterede aktionærer, var det selskabets klare formodning, at ingen aktionærer var blevet unddraget informationen, som følge af den skete fejl. Selskabet oplyste endvidere, at forholdet beroede på en beklagelig intern fejl, og at selskabet havde ændret interne procedurer, således at det kunne sikres, at det ikke ville gentage sig.

Det forhold, at en indkaldelse til generalforsamling sendes til selskabets navnenoterede aktionærer og offentliggøres i aviser ændrer ikke på, at indkaldelsen skal offentliggøres. Børsen påtalte på denne baggrund over for selskabet, at selskabet ikke offentliggjorde indkaldelse til generalforsamlingen i overensstemmelse med Regler for udstedere af aktier pkt. 3.3.3.

## 1.3. Koordinering af offentliggørelse af selskabsmeddelelser

*(TopoTarget A/S)*

NASDAQ OMX Copenhagen konstaterede, at der på et nyhedsmedie var en artikel, hvoraf det fremgik, at et selskab havde indgået en vigtig aftale med en anden part om udvikling og kommercialisering af et af selskabets produkter. Kursen på selskabets aktier steg øjeblikkeligt efter nyheden. Selskabet havde ikke selv offentliggjort en meddelelse om aftalen. På denne baggrund kontaktede børsen selskabet, hvorefter selskabets aktier med øjeblikkelig virkning blev placeret i børspause, indtil selskabet selv havde offentliggjort en meddelelse om aftalen.

Kort tid efter offentliggjorde selskabet en meddelelse om aftalen, og handlen med selskabets aktier blev genoptaget. Selskabet havde forud for indgåelsen af aftalen på et tidspunkt, da selskabet mente, at der var sandsynlighed for, at den blev en realitet, informeret børsen om den mulige kommende aftale. Baggrunden herfor var, at der var tale om en meddelelse, som kunne forventes at få en særdeles mærkbar betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer, jf. punkt 3.4.2 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen A/S.

Det fremgår af punkt 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier, at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre oplysninger om beslutninger og andre forhold og omstændigheder, der kan være kursrelevante. Det fremgår endvidere af kommentarerne til reglen, at selskabet skal sikre, at alle markedsdeltagere har lige adgang til kursrelevante oplysninger om selskabet.

Det fremgår af punkt 2.4.2 i Regler for udstedere af aktier, at selskabet skal have hensigtsmæssige procedurer, kontroller og systemer for at kunne opfylde sine oplysningsforpligtelser og give markedet rettidige, nøjagtige og ajourførte oplysninger, som påkrævet af børsen.

På baggrund heraf anmodede børsen selskabet om konkret og detaljeret at redegøre for forløbet forud for offentliggørelsen af selskabsmeddelelsen.

Af selskabets redegørelse fremgik det, at aftalen blev indgået og kunne offentliggøres, så snart underskriften forelå, og at selskabet havde indgået aftale med den anden part om koordinering af offentliggørelsen på et på forhånd aftalt tidspunkt.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at meddelelsen på grund af IT-problemer ikke kunne offentliggøres på det aftalte tidspunkt, samt at computeren, som selskabet anvendte til offentliggørelse af selskabsmeddelelsen, havde en periodisk fejl.

Når et selskab optaget til handel indgår aftaler med andre parter, er det vigtigt, at der fastlægges klare retningsslinjer for, hvornår der må ske offentliggørelse af kursrelevante oplysninger med henblik på at sikre reglernes overholdelse samt ligebehandling af investorerne.

I det omfang at det konstateres, at et aftalt tidspunkt for koordineret offentliggørelse af kursrelevante oplysninger ikke kan overholdes af den ene part, bør denne straks kontakte den anden part med henblik på at udskyde fælles offentliggørelse. Det er endvidere børsens opfattelse, at offentliggørelsen kan koordineres således, at ingen af parterne offentliggør før begge har bekræftet at være klar til at offentliggøre. I det omfang selskabet bliver bevidst om, at intern viden er eller vil blive offentliggjort fra anden side forud for selskabets egen offentliggørelse, skal selskabet straks kontakte børsen med henblik på at få iværksat en børspause, indtil selskabet selv har offentliggjort en meddelelse.

I det konkrete tilfælde var selskabet på forhånd opmærksom på, at der var tale om, at der skulle ske offentliggørelse af en meddelelse, som forventedes at få en særdeles mærkbar betydning for kursdannelsen på selskabets aktier, og at offentliggørelse ville ske fra anden side på et på forhånd aftalt tidspunkt.

Børsen påtalte på denne baggrund, at procedurer og systemer til offentliggørelse af selskabets meddelelse i det konkrete tilfælde ikke var tilstrækkelige til at sikre, at offentliggørelsen skete samtidigt med den anden parts offentliggørelse, jf. punkt 3.1.1 sammenhørende med punkt 2.4.2 i Regler for udstedere af aktier.

Børsen fandt det endvidere beklageligt, at selskabet ikke på det tidspunkt, hvor det måtte have stået klart, at meddelelsen var offentliggjort af den anden part, samtidig med at dette ikke var tilfældet for selskabet, kontaktede børsen med henblik på at sikre, at børsen havde mulighed for at vurdere behovet for at holde en pause i selskabets aktier.

#### **1.4. Manglende offentliggørelse af bestyrelsesmedlems fratrædelse og oplysninger i pressen om emission**

*(Århus Elite A/S)*

Børsen konstaterede, at der var en artikel på en avis' hjemmeside, hvoraf det fremgik, at et selskabs arbejde med en emission allerede var gået i gang for måneder siden, og at alt pegede på en såkaldt rettet emission, hvor en gruppe investorer var klar til at indskyde kapital. Det fremgik af artiklen, at oplysningerne stammede fra en unavngiven kilde tæt på selskabet.

Børsen bad på denne baggrund om selskabets kommentarer til indholdet af artiklen. Det blev bl.a. over for børsen oplyst, at selskabet ikke havde truffet beslutning om at foretage en emission.

Børsen konstaterede efterfølgende, at der var en nyhed på en anden hjemmeside om, at selskabets næstformand trak sig med øjeblikkelig virkning fra bestyrelsen i selskabet.

Det fremgik, at som en direkte følge af omtalen af selskabet i artikler trak næstformanden sig med øjeblikkelig virkning fra bestyrelsen i selskabet, idet næstformanden følte sig fejlciteret og misbrugt af avisen.

Selskabets bestyrelsesformand var endvidere citeret for at sige, at næstformanden havde meddelt, at han ønskede at udtræde af bestyrelsen i selskabet.

Børsen kontaktede på denne baggrund selskabet for at høre, om det var sandt, at næstformanden udtrådte af bestyrelsen. Dette bekræftede selskabet. Børsen anmodede på denne baggrund selskabet om hurtigst muligt at offentliggøre en selskabsmeddelelse om dette.

Selskabet offentliggjorde efterfølgende en selskabsmeddelelse, hvoraf det bl.a. fremgik, at næstformanden udtrådte af selskabets bestyrelse efter eget ønske med øjeblikkelig virkning.

Det fremgår af 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen A/S (børsen), at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre kursrelevante oplysninger, såfremt disse oplysninger direkte vedrører selskabet.

Det fremgår af kommentaren til punkt 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier, at et selskab skal sikre, at alle markedsdeltagere har lige adgang til kursrelevante oplysninger om selskabet. Selskabet skal desuden sikre, at oplysningerne behandles fortroligt, og at ingen uvedkommende får adgang til sådanne oplysninger, før de er offentliggjort. Kursrelevante oplysninger må således ikke gives til analytikere, journalister eller andre, uden at sådanne oplysninger samtidig offentliggøres til markedet.

Det fremgår endvidere af 3.1.3 i Regler for udstedere af aktier, at alle forhold omfattet af selskabets oplysningspligt skal offentliggøres hurtigst muligt, medmindre andet er særlig bestemt. Såfremt kursrelevante oplysninger bevidst gives til en tredjemand, som ikke er pålagt tavshedspligt, skal sådanne oplysninger samtidig hermed offentliggøres.

Det fremgår endvidere af 3.3.5 i Regler for udstedere af aktier, at alle andre væsentlige ændringer i selskabets ledelse, herunder, men ikke begrænset til, den administrerende direktør skal ligeledes offentliggøres.

På baggrund af overstående anmodede børser selskabet om en konkret og detaljeret redegørelse for forløbet forud for offentliggørelsen af artiklen og frem til offentliggørelsen af selskabsmeddelelsen om fratrædelsen af næstformanden.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at der ikke i forbindelse med artiklerne havde været taget kontakt til direktionen eller bestyrelsen, men at der tilsyneladende havde været en løbende dialog med næstformanden om nogle af hans andre aktiviteter, som avisen kobledede sammen med næstformandens rolle som næstformand i selskabet. Samtidig havde avisen vurderet, hvilke mulige tiltag selskabet kunne foretage omkring tilvejebringelse af yderligere kapital.

Det fremgik endvidere af selskabets redegørelse, at der ved en fejl ikke blev offentliggjort en selskabsmeddelelse om, at næstformanden udtrådte af bestyrelsen samtidig med, at en pressemeddelelse herom blev offentliggjort.

Endelig oplyste selskabet, at ledelsen løbende overvejede forskellige muligheder om selskabets kapitalforhold og kapitalberedskab, jf. også oplysninger i selskabets årsrapport, men at der ikke var truffet beslutning om, hvorledes evt. ekstra kapital bedst kunne tilvejebringes.

På baggrund af det over for børser oplyste, lagde børser blandt andet til grund, at der ikke var konkrete planer om en emission i selskabet, og at næstformanden over for selskabet havde oplyst, at han ikke til pressen havde udtalt sig om en eventuel forestående emission. Børser lagde også til grund, at der ved en fejl ikke blev offentliggjort en selskabsmeddelelse om, at næstformanden ønskede at udtræde af bestyrelsen samtidig med, at pressemeddelelsen herom blev offentliggjort.

Alle væsentlige ændringer i selskabets ledelse, herunder fratrædelse af næstformand for bestyrelsen skal offentliggøres. Børser påtalte på denne baggrund over for selskabet, at selskabet ikke offentliggjorde en selskabsmeddelelse om fratræden af næstformanden, da beslutning herom blev truffet, jf. pkt. 3.3.5 i Regler for udstedere af aktier.

For god ordens skyld fandt børser anledning til at gøre opmærksom på, at ledelsesmedlemmer i selskaber på børser, skal være meget opmærksom på kommunikationen med pressen, og at de ikke derigennem kan komme til at bidrage til at skabe usikkerhed om informationer vedrørende selskabet og dets aktier.

## **1.5. For sen offentliggørelse af selskabsmeddelelse om to ordrer**

*(Rovsing A/S)*

Et selskab offentliggjorde en mandag en meddelelse om, at selskabet havde modtaget to nye betydningsfulde ordrer en fredag eftermiddag.

Det fremgår af Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen pkt. 3.1.1., at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre oplysninger om beslutninger og andre forhold og omstændigheder, der kan være kursrelevante. "Kursrelevante oplysninger" betyder oplysninger, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på selskabets aktier i henhold til national lovgivning.

Det fremgår endvidere af Regler for udstedere af aktier pkt. 3.1.3, at offentliggørelse af oplysninger omfattet af reglerne skal ske hurtigst muligt, medmindre andet er særligt bestemt.

På baggrund af overstående anmodede børsen selskabet om at redegøre for baggrunden for, at selskabet ikke offentliggjorde en selskabsmeddelelse på tidspunktet, hvor selskabet modtog de to ordrer. Børsen anmodede endvidere selskabet om at redegøre for, på hvilket tidspunkt om fredagen, selskabet modtog de to ordrer.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at selskabet modtog en email om begge de to ordrer om eftermiddagen fredag. Det fremgik endvidere, at grundet mødeaktivitet blev disse e-mails først læst efter almindelig arbejdstids udløb og derfor fandt offentliggørelsen sted om mandagen.

Kravet om at offentliggøre hurtigst muligt indebærer, at der skal offentliggøres meddelelser om ordrer hurtigst muligt efter modtagelse af disse. For selskaber optaget til handel gælder dette krav uanset, at ordrer modtages uden for børsens åbningstid.

Børsen påtalte på denne baggrund over for selskabet, at selskabet ikke offentliggjorde meddelelse om de to ordrer hurtigst muligt efter, at selskabet havde modtaget disse, jf. pkt. 3.1.1 hhv. 3.1.3 i Regler for udstedere af aktier.

## **1.6. Tidspunkt for offentliggørelse af delårsrapport og referat af generalforsamling**

*(Roblon A/S)*

NASDAQ OMX Copenhagen konstaterede, at et selskab optaget til handel offentliggjorde sin periodemeddelelse dagen efter den dato, der fremgik af selskabets offentliggjorte finanskalender. Samme dag offentliggjorde selskabet forløb af generalforsamling afholdt om eftermiddagen dagen før.

Det fremgår af 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen A/S (børsen), at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre kursrelevante oplysninger, såfremt disse oplysninger direkte vedrører selskabet.

Det fremgår endvidere af 3.1.3 i Regler for udstedere af aktier, at alle forhold omfattet af selskabets oplysningsspligt skal offentliggøres hurtigst muligt, medmindre andet er særlig bestemt.

Det fremgår af 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier, at selskabet efter afholdelse af generalforsamlingen skal offentliggøre en meddelelse indeholdende oplysninger om trufne beslutninger. Det fremgår endvidere af bemærkningerne til reglen, at såfremt selskabet planlægger at give kursrelevante oplysninger på generalforsamlingen, skal selskabet offentliggøre en meddelelse, som er tilgængelig for alle investorer, senest samtidig med, at oplysningerne gives på generalforsamlingen.

Det fremgår af 3.3.12 i Regler for udstedere af aktier, at selskabet skal offentliggøre en finanskalender, der skal indeholde en angivelse af de forventede datoer for offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelser, delårsrapporter, periodemeddelelser samt datoen for den ordinære generalforsamling.

Børsen anmodede på denne baggrund selskabet om bl.a. at redegøre for baggrunden for, at selskabets periodemeddelelse ikke blev offentliggjort på den i finanskalenderen offentliggjorte dato.

Børsen anmodede endvidere selskabet om en redegørelse for baggrunden for, at referatet af selskabets generalforsamling først blev offentliggjort dagen efter afholdelse af generalforsamlingen.

Af selskabets redegørelse fremgik det, at der forud for generalforsamlingen blev afholdt bestyrelsesmøde i selskabet, og at generalforsamlingen sluttede først på aftenen. Det fremgik endvidere, at selskabets procedurer ikke som planlagt var blevet tilrettet sidste år, at der var tale om en fejl, som selskabet beklagede, og at procedurerne efterfølgende var blevet rettet, således at noget lignende ikke ville kunne ske igen. Selskabet oplyste endvidere, at indholdet af periodemeddelelsen ikke var blevet præsenteret eller omtalt på generalforsamlingen.

Det er børsens opfattelse, at periodemeddelelser generelt er omfattet af bestemmelsen i 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier.

På denne baggrund påtalte børsen overfor selskabet, at selskabets delårsrapport ikke blev offentliggjort hurtigst muligt i overensstemmelse med 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier.

Børsen påtalte endvidere, at referatet af selskabets generalforsamling ikke blev offentliggjort hurtigst muligt i overensstemmelse med 3.1.3 og 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier.

## 1.7. Offentliggørelse af forløb af ordinær generalforsamling

Et selskab optaget til handel afholdte ordinær generalforsamling. Forløbet af den ordinære generalforsamling blev på børsens foranledning offentliggjort to dage efter afholdelsen af generalforsamlingen og dermed ikke straks efter generalforsamlingens afslutning.

Af pkt. 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier fremgår det, at et selskab skal offentliggøre beslutninger truffet på generalforsamlingen, medmindre sådanne beslutninger er uvæsentlige. Det fremgår endvidere af kommentaren til pkt. 3.3.3, at efter generalforsamlingens afholdelse skal der altid offentliggøres en meddelelse indeholdende oplysninger om trufne beslutninger.

Det fremgår endvidere af pkt. 3.1.3, at offentliggørelse af oplysninger omfattet regelsættet skal ske hurtigst muligt, medmindre andet er særligt bestemt.

På baggrund af ovenstående anmodede børsen selskabet om hurtigst muligt at offentliggøre forløbet af den ordinære generalforsamling, samt at redegøre for baggrunden for, at forløbet af generalforsamlingen ikke blev offentliggjort umiddelbart efter afholdelsen.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at selskabet beklagede forsinkelsen af offentliggørelsen af forløbet fra generalforsamlingen. Selskabet oplyste, at årsagen skyldtes en misforståelse mellem selskabet og dets advokater. Selskabet oplyste endvidere, at selskabet fremover ville tilstræbe, at noget lignende ikke ville gentage sig.

Børsen påtalte på den baggrund over for selskabet, at selskabet ikke offentliggjorde forløbet af den ordinære generalforsamling umiddelbart efter generalforsamlingens afholdelse i overensstemmelse med Regler for udstedere af aktier pkt. 3.1.3 og pkt. 3.1.3.

## 1.8. Information fra selskabet om kommende selskabsmeddelelse

*(TrygVesta A/S)*

Et selskab offentliggjorde en selskabsmeddelelse efter udløbet af 1. kvartal, hvoraf det fremgik, at selskabet havde konstateret ekstraordinære udgifter i 1. kvartal, og at selskabet på denne baggrund måtte nedjustere sine forventninger.

Dagen før offentliggørelsen af selskabsmeddelelsen udsendte en analytiker i en bank en email, hvoraf det fremgik, at analytikeren netop havde talt med selskabets Investor Relations-chef om 1. kvartal og forstod, at på baggrund af usikkerheden i markedet havde selskabet besluttet snart at sende en meddelelse ud med mere præcise data.

Kursen på selskabets aktier faldt efter udsendelsen af analytikerens email og frem til lukningen af markedet den dag. Den faldende kurs syntes dog at følge markedet.

Da selskabsmeddelelsen blev offentliggjort dagen efter analytikerens email, faldt kursen på selskabets aktier med ca. 3 %.

Det fremgår af Regler for udstedere på NASDAQ OMX Copenhagen pkt. 3.1.1., at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre oplysninger om beslutninger og andre forhold og omstændigheder, der kan være kursrelevante.

Det fremgår af kommentaren til punkt 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier, at et selskab skal sikre, at alle markedsdeltagere har lige adgang til kursrelevante oplysninger om selskabet. Selskabet skal desuden sikre, at oplysningerne behandles fortroligt, og at ingen uvedkommende får adgang til sådanne oplysninger, før de er offentliggjort. Kursrelevante oplysninger må således ikke gives til analytikere, journalister eller andre, uden at sådanne oplysninger samtidig offentliggøres til markedet.

Det fremgår endvidere af Regler for udstedere pkt. 3.1.3, at offentliggørelse af oplysninger omfattet af reglerne skal ske hurtigst muligt, medmindre andet er særligt bestemt. Såfremt kursrelevante oplysninger bevidst gives til tredjemand, som ikke er pålagt tavshedspligt, skal sådanne oplysninger samtidig hermed offentliggøres.

På baggrund af overstående anmodede børsen selskabet om blandt andet at redegøre for forløbet, herunder hvilke konkrete oplysninger selskabet gav til analytikeren, og hvad baggrunden var for at give oplysningerne til analytikeren.

Indledningsvist oplyste selskabet, at selskabet først nogle dage efter udløbet af kvartalet havde et mere specifikt grundlag for at foretage et kvalificeret skøn over de samlede udgifter for 1. kvartal, og at disse ville blive større end hidtil antaget.

Vedrørende kontakten med analytikeren oplyste selskabet, at analytikeren telefonisk kontaktede chefen for Investor Relations, og at analytikeren søgte at få yderligere oplysninger om og i hvilket omfang hændelserne i 1. kvartal ville påvirke selskabets forventninger.

Det fremgik endvidere af selskabets redegørelse, at Investor Relations-chefen forklarede analytikeren, at han ikke kunne oplyse om og hvorvidt selskabet havde planer om at udsende en selskabsmeddelelse.

Det fremgik endvidere af redegørelsen, at analytikeren under samtalen henviste til, at selskabets ordinære generalforsamling var fastlagt til afholdelse en uges tid efter, og at enkelte andre tilsvarende selskaber havde offentliggjort forventningerne til 2010-resultatet som følge af hændelserne i 1. kvartal. Analytikeren nævnte herefter, at nu da vinteren var overstået, havde han en formodning om, at selskabet senest på generalforsamlingen opdaterede aktionærene om, i hvilket omfang 1. kvartal ville påvirke de udmeldte forventninger. Selskabet oplyste over for børsen, at analytikeren på denne måde ræsonnerede sig frem til, at der ville blive offentliggjort en selskabsmeddelelse inden eller senest samtidig med den ordinære generalforsamling.

Det fremgik endvidere af selskabets redegørelse, at Investor Relations-chefen hverken af- eller bekræftede dette, men gav udtryk for, at hvis der skulle ske en justering, kunne formodningen være et godt gæt for det videre forløb.

I forbindelse med belysningen af sagen anmodede børsen også analytikerens bank om en redegørelse for forløbet. Banken oplyste over for børsen, at selskabets Investor Relations-chef oplyste analytikeren om, at selskabet snarligt ville udsende en meddelelse med mere præcise data vedrørende 1. kvartal.

Emailen fra analytikeren blev sendt ud med 'High importance', og nyheden i emailen var netop, at analytikeren på baggrund af sin samtale med selskabets Investor Relations-chef havde forstået, at der snart ville komme en selskabsmeddelelse fra selskabet med mere præcise data.

Hverken banken eller selskabet havde telefonsamtalen på bånd.

Som det fremgår ovenfor, skal et selskab hurtigst muligt offentliggøre oplysninger om beslutninger og andre forhold og omstændigheder, der kan være kursrelevante. Det er af stor relevans for tilliden til markedet, at enkelte personer ikke får adgang til viden, der kan have betydning for handlen med et selskabs aktier.

Det er børsens opfattelse, at oplysning om, at der er en selskabsmeddelelse på vej, er en kursrelevant information, jf. Regler for udstedere af aktier pkt. 3.1.1. Dette betyder, at et selskab ikke må give udenforstående information om, at der er en selskabsmeddelelse på vej. Baggrunden herfor er, at oplysning om, at en selskabsmeddelelse vil blive offentliggjort, kan give mulighed – eventuelt sammenholdt med anden information om selskabet – for at slutte, hvad den forestående meddelelse vil indeholde, eller i hvert fald medføre usikkerhed om aktien og handlen hermed. Det er i den forbindelse ikke afgørende i hvilket omfang, der i markedet er forventninger om, at der fra selskabets side er en meddelelse på vej.

På baggrund af de tilvejebragte oplysninger lagde børsen til grund, at selskabets Investor Relationschef i telefonsamtalen gav oplysning om, at der var en selskabsmeddelelse på vej, eller som i det mindste gav den pågældende analytiker anledning til at tro, at der var en selskabsmeddelelse fra selskabet på vej. Det forhold, at flere aktører i markedet formentlig forventede, at der var en selskabsmeddelelse på vej fra selskabet ændrede ikke herved. Det bemærkedes også, at selskabsmeddelelsen blev offentliggjort kort tid efter, at telefonsamtalen fandt sted (cirka 24 timer).

Børsen påtalte på denne baggrund over for selskabet, at der fra selskabets side ved Investor Relations-chefen blev givet information til en analytiker om, at der var en selskabsmeddelelse på vej, eller som i det mindste gav den pågældende analytiker anledning til at tro, at der var en selskabsmeddelelse fra selskabet på vej, jf. punkt 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier.



## 1.9. Delårsrapport tilgængelig på selskabets hjemmeside forud for offentliggørelse

*(Topdanmark A/S)*

NASDAQ OMX Copenhagen (børsen) konstaterede, at informationer om et selskabs delårsrapport havde været tilgængelig via et nyhedsbureau forud for selskabets offentliggørelse. Endvidere steg kursen på selskabets aktier under øget handelsaktivitet forud for selskabets offentliggørelse af delårsrapporten. Selskabet offentliggjorde delårsrapporten cirka 5 minutter efter den første nyhed var udsendt fra nyhedsbureauet.

Det fremgår af pkt. 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen, at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre oplysninger om beslutninger og andre forhold og omstændigheder, der kan være kursrelevante.

Det fremgår af kommentaren til pkt. 3.1.1, at et selskab skal sikre, at alle markedsdeltagere har lige adgang til kursrelevante oplysninger om selskabet. Selskabet skal desuden sikre, at oplysningerne behandles fortroligt, og at ingen uvedkommende får adgang til sådanne oplysninger, før de er offentliggjort. Kursrelevante oplysninger må således ikke gives til analytikere, journalister eller andre, hverken individuelt eller i grupper, uden at sådanne oplysninger samtidig offentliggøres til markedet.

På denne baggrund anmodede børsen selskabet om en redegørelse for forløbet op til offentliggørelsen af delårsrapporten.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at selskabets bestyrelse på sit møde kort før kl. 12.00 godkendte selskabets delårsrapport. Selskabets IR- og kommunikationsdirektør forlod straks herefter det igangværende bestyrelsesmøde med henblik på at igangsætte offentliggørelsen af delårsrapporten.

Nyhedsbureauet kontaktede selskabets kommunikationschef telefonisk kort før kl. 12.00 og oplyste, at bureauet var i besiddelse af selskabets delårsrapport, og at de agtede at offentliggøre den straks, uagtet at selskabets bestyrelse endnu ikke havde godkendt regnskabet, og uagtet selskabet endnu ikke selv havde offentliggjort delårsrapporten.

Selskabet oplyste, at det kunne konstatere, at en ekstern pc kl. 11.44 var tilgået en midlertidig, ikke offentliggjort fil på selskabets webserver, indeholdende input til den sidst kendte, men endnu ikke bestyrelsesgodkendte delårsrapport, der i forbindelse med publiceringsprocessen havde ligget klar i såkaldt 'webpace' siden kl. 11.43.

Selskabet oplyste yderligere, at den pågældende fil lå på webserveren og kunne tilgås, hvis man kunne gætte den rette URL-adresse, og at filen ikke var særskilt beskyttet af firewall på anden måde end det øvrige indhold på serveren.

Endelig fremgik det af redegørelsen, at selskabet havde anvendt samme tekniske metode ved offentliggørelsen af selskabets regnskabsmeddelelser igennem en længere periode og havde ikke haft anledning til at betvivle metodens sikkerhed, men at selskabet på baggrunden af hændelserne med delårsrapporten ville vurdere metoden og eventuelle muligheder for forbedringer.

Det var børsens opfattelse, at selskabet ikke i tilstrækkeligt omfang i forbindelse med uploadningen af informationerne om delårsrapporten på selskabets webserver havde sikret, at oplysningerne blev behandlet fortroligt, således at ingen uvedkommende kunne få adgang til oplysningerne.

Børsen påtalte over for selskabet, at informationer fra selskabets delårsrapport var tilgængelig på selskabets hjemmeside forud for offentliggørelsen, jf. pkt. 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier.

## 1.10. Ikke tilstrækkelige informationer i en selskabsmeddelelse

*(NeuroSearch A/S)*

Et selskab offentliggjorde en selskabsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at der var positive resultater fra et forskningsstudie. På baggrund af selskabsmeddelelsen steg kursen på selskabets aktier med knap 98% den pågældende børsdag, og den stærke stigning fortsatte i dagene efter.

Knap tre måneder herefter offentliggjorde selskabet endnu en meddelelse om studiet, hvoraf det fremgik, at selskabet havde gennemført en yderligere evaluering og analyse af data. Det fremgik således, at en særlig justering var beskrevet i studieprotokollen på forhånd, men som en sensitivitetanalyse og ikke som en del af den primære analyse.

Samme dag kort tid efter den selskabsmeddelelse offentliggjorde selskabet sin 1. kvartalsrapport, hvoraf det fremgik, at selskabet var blevet enig med udviklingsdirektøren om, at han fratrådte sin stilling med virkning fra den pågældende dag.

Over den pågældende børsdag faldt selskabets aktier med cirka 29%, og faldet fortsatte børsdagene efter. I løbet af dagene derefter kom kursen således tilbage omtrent i niveauet fra før den første selskabsmeddelelse.

Det fremgår af punkt 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen A/S, at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre oplysninger om beslutninger og andre forhold og omstændigheder, der kan være kursrelevante.

Af punkt 3.1.2 i Regler for udstedere af aktier fremgår det, at meddelelser fra selskabet skal være korrekte, relevante og tydelige og må ikke være vildledende. Det fremgår endvidere, at oplysninger vedrørende beslutninger, andre forhold og omstændigheder skal være tilstrækkelige, således at der kan foretages en vurdering af betydningen for selskabet, dets resultat og økonomiske stilling eller for kursen på selskabets værdipapirer. Endelig fremgår det af kommentaren til punkt 3.1.2 i Regler for udstedere af aktier, at oplysninger fra selskabet skal afspejle selskabets aktuelle situation og må ikke være vildledende eller unøjagtige.

På baggrund af ovenstående og henset til at informationerne om studiet gav store udsving i selskabets aktiekurs, anmodede børsen selskabet om at redegøre for forløbet vedrørende studiet.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at det blev fundet klinisk, statistisk og regulatorisk korrekt at inkludere justeringen i den primære analyse og dermed primære konklusion, om end justeringen ikke var defineret i den primære analyse i studieprotokollen, men deri defineret som en tilhørende sensitivitetanalyse.

Få dage forud for offentliggørelsen af den anden meddelelse blev der afholdt første statusmøde i den komité, der senere skulle udfærdige en såkaldt Final Study Report. Ifølge selskabets oplysninger blev der på mødet rejst tvivl om, hvorvidt konklusionen omkring primary endpoint kunne foretages som gjort i den første selskabsmeddelelse, da justeringen ikke var en del af den primære analyse, men specificeret som en sensitivitetanalyse.

Studiet var designet til at være et studie, der senere skulle danne grundlag for en produktregistrering, hvorfor mødet i komitéen gav anledning til at vurdere, hvorvidt det var korrekt at bringe en sensitivitsanalyse ind i den primære analyse uden at give oplysning herom. I den forbindelse vurderede selskabet i redegørelsen, at det var muligt/sandsynligt, at de regulatoriske myndigheder på trods af den foretagne justering ville anse studiet for at kunne indgå som et registreringsberettiget studie og acceptere den korrekte medicinske beskrivelse samt studiets generelle resultat, der ansås som værende positivt.

Selskabet sammenfattede forløbet således, at det resultat, som selskabet offentliggjorde i den første meddelelse, var justeret, hvilket selskabet mente var korrekt at gøre, og at selskabet umiddelbart forud for den anden meddelelse nåede til det resultat, at den første meddelelse burde have været suppleret med en oplysning herom.

Angående opsigelsen af selskabets udviklingsdirektør oplyste selskabet, at han havde det overordnede ansvar for vurderinger og konklusioner i studiet. Det fremgik endvidere af selskabets redegørelse, at bestyrelsen – umiddelbart efter beslutningen om at offentliggøre informationerne i den anden selskabsmeddelelse – besluttede at opsiges udviklingsdirektøren.

På baggrund af selskabets oplysninger måtte børsen lægge til grund, at justeringen af resultaterne var korrekt. Problemstillingen var, at markedet først blev informeret om justeringen ved den anden meddelelse, og ikke allerede da resultaterne blev offentliggjort første gang knap tre måneder før.

Det måtte endvidere lægges til grund, at studiet var et såkaldt pivotalt studie, og såfremt en sensitivitsanalyse blev bragt ind i den primære analyse i et sådant studie, skulle der gives oplysning herom, og dette burde selskabets ledelse have været opmærksom på.

Det var børsens opfattelse, at selskabet forud for den første selskabsmeddelelse måtte have været opmærksom på, at offentliggørelsen af resultaterne ville få stor betydning på kursudviklingen på selskabets aktier.

Den første selskabsmeddelelse medførte en meget stor kursstigning i selskabets aktier. Den anden selskabsmeddelelse, som gav den supplerende oplysning om justeringen, som ifølge selskabets oplysninger burde have været angivet i den første meddelelse, medførte et meget stort kursfald i selskabets aktier.

På baggrund af det oplyste og henset til kursudviklingen efter henholdsvis den første og den anden selskabsmeddelelse måtte børsen konkludere, at oplysningerne i den første meddelelse ikke var tilstrækkelige, da der ikke var oplyst om justeringen, således som det skete i den anden meddelelse.

Børsen noterede sig, at selskabet meget beklagede den manglende oplysning omkring justeringen i den første selskabsmeddelelse, og at selskabet havde øget opmærksomheden omkring, at noget tilsvarende ikke skete igen.

Børsen påtalte over for selskabet, at oplysningerne i den første selskabsmeddelelse om studiet ikke var tilstrækkelige, jf. punkt 3.1.2 i Regler for udstedere af aktier.

## 1.11. Fratrædelse af bestyrelsesformand

*(PARKEN Sport & Entertainment A/S)*

NASDAQ OMX Copenhagen konstaterede, at det - endnu inden selskabet havde offentliggjort en selskabsmeddelelse herom - fremgik af medierne, at bestyrelsesformanden for et selskab optaget til handel, i forbindelse med en ekstraordinær generalforsamling, havde meddelt sin fratræden fra posten med umiddelbar virkning.

Det fremgår af punkt 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen A/S (børsen), at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre kursrelevante oplysninger, såfremt disse oplysninger direkte vedrører selskabet.

Det fremgår endvidere af punkt 3.1.3 i Regler for udstedere af aktier, at alle forhold omfattet af selskabets oplysningspligt skal offentliggøres hurtigst muligt, medmindre andet er særlig bestemt.

Det fremgår af kommentaren til punkt 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier, at såfremt et selskab planlægger at give kursrelevante oplysninger på generalforsamlingen, skal selskabet offentliggøre en meddelelse, som er tilgængelig for alle investorer, senest samtidig med, at oplysningerne gives på generalforsamlingen.

Endelig fremgår det af punkt 3.3.5 i Regler for udstedere af aktier, at forslag til ændringer og faktiske ændringer i selskabets bestyrelse skal offentliggøres.

Børsen anmodede på denne baggrund selskabet om at redegøre for forløbet forud for bestyrelsesformandens fratræden samt at redegøre for selskabets overvejelser og beslutning om ikke at offentliggøre oplysningen forud for generalforsamlingens afholdelse.

Børsen havde desuden noteret sig, at der i en længere periode gentagne gange havde floreret oplysninger i offentligheden om forhold i selskabet, der kunne tyde på, at der var kilder tæt på ledelsen, der havde bidraget til dette. Børsen oplyste over for selskabet, at dette var meget u hensigtsmæssigt og anmodede selskabet om at redegøre for, hvilke tiltag selskabet havde igangsat eller havde til hensigt at igangsætte med henblik på fremover at undgå dette.

Selskabet beklagede i redegørelsen den seneste tids oplysninger i pressen om selskabet og oplyste, at det på et netop afholdt bestyrelsesmøde blev bekræftet, at det alene var bestyrelsesformanden, der på bestyrelsens vegne skulle udtale sig om selskabets forhold. Herudover oplyste selskabet, at børsens brev var blevet rundsendt til samtlige bestyrelsesmedlemmer. Børsen noterede sig selskabets tiltag.

Af selskabets redegørelse fremgik det, at bestyrelsesformanden umiddelbart før generalforsamlingens påbegyndelse havde meddelt selskabet, at han havde til hensigt på generalforsamlingen at meddele sin afgang som bestyrelsesmedlem.

Det fremgik videre af redegørelsen, at eftersom informationen først blev givet på generalforsamlingen, var det ledelsens skøn, at selskabsmeddelelsen herom mest hensigtsmæssigt blev afgivet samtidig med meddelelse om generalforsamlingens forløb.

Endelig fremgik det af redegørelsen, at selskabsmeddelelsen blev offentliggjort straks efter bestyrelsen havde konstitueret sig, og at selskabet herved undgik at give markedet en meddelelse, som selskabet mente ville være ufuldstændig i det samlede forløb.

Børsen bemærkede hertil, at såfremt et selskab forud for en generalforsamlings afholdelse er opmærksomt på, at et bestyrelsesmedlem vil fratræde, skal dette meddeles markedet forud for, at denne information gives på generalforsamlingen for at sikre, at alle markedsdeltagere har lige adgang til kursrelevante oplysninger om selskabet. I de fleste tilfælde kan selskabet allerede i forbindelse med indkaldelsen til generalforsamlingen informere om, at et bestyrelsesmedlem vil fratræde.

Det var således børsens opfattelse, at selskabet skulle have offentliggjort informationen om bestyrelsesformandens udtræden af bestyrelsen, inden dette blev oplyst på generalforsamlingen.

Foranlediget af selskabets synspunkt om at undgå at give markedet en ufuldstændig meddelelse, fandt børsen anledning til at bemærke, at en selskabsmeddelelse forud for generalforsamlingen meget vel kunne have indeholdt en oplysning om, at meddelelsen ville blive fulgt op af en ny meddelelse umiddelbart efter bestyrelsens konstituering.

På baggrund af ovenstående påtalte børsen overfor selskabet, at selskabet ikke senest, da der blev oplyst herom på generalforsamlingen, offentliggjorde en meddelelse om, at bestyrelsesformanden ville udtræde af selskabets bestyrelse med umiddelbar virkning, i overensstemmelse med punkt 3.1.3. sammenholdt med punkt 3.3.5. i Regler for udstedere af aktier.

## **1.12. Manglende offentliggørelse af selskabsmeddelelse ved lækage**

*(Vestas Wind Systems A/S)*

Et selskab offentliggjorde en selskabsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at det havde modtaget en nærmere beskrevet ordre til USA. Det oplystes endvidere, at ordren var selskabets største til et enkelt sted, og at projektet var skelsættende for selskabet og kunden på flere områder.

Nogle dage før selskabsmeddelelsen var der informationer i markedet om, at selskabet var på vej til at modtage den store ordre. Det fremgik således blandt andet, at det var et kreditvurderingsbureau, der i en vurdering af projektets kreditværdighed skrev, at det pågældende selskab skulle levere til projektet. Over børsdagen en af disse dage steg selskabets aktier med cirka 4,5%.

På denne baggrund kontaktede NASDAQ OMX Copenhagen A/S (børsen) selskabet, som oplyste, at der ikke var tale om en fast og ubetinget aftale.

Det fremgår af punkt 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen A/S, at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre oplysninger om beslutninger og andre forhold og omstændigheder, der kan være kursrelevante.

Punkt 3.1.1, som er Generalklausulen i børsens regler, indebærer konkret, at et selskab kan forhandle om et forhold, indtil der er indgået en aftale, eller at et forhold er blevet en realitet, og først herefter skal selskabet offentliggøre informationen herom til markedet.

Selskaberne skal overveje og fastlægge, hvad denne generelle oplysningsforpligtelse konkret betyder for dem, og dette skal også fremgå af selskabernes interne regler.

Selskabet redegjorde uddybende for selskabets informationspolitik over for børsen. Selskabet oplyste således, at selskabet alene offentliggjorde faste og ubetingede ordrer.

Børsen havde noteret sig selskabets interne retningslinjer for, hvornår en selskabsmeddelelse om ordrer blev offentliggjort, og børsen havde som udgangspunkt ingen kommentarer til selskabets politik. Børsen støtter, at selskaberne via interne politikker nærmere overvejer og fastlægger, hvilke forhold og hvornår forhold i det pågældende selskab konkret skal offentliggøres, hvorved selskabet kan opfylde sin oplysningsforpligtelse i henhold til punkt 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier.

Generalklausulen er således udgangspunktet for oplysningsforpligtelserne i børsens regler. Imidlertid er det således, at såfremt der forud for oplysningspligtens indtræden efter punkt 3.1.1 sker en lækage, vil selskabet være nødt til at offentliggøre en meddelelse om, at der forhandles om forholdet, forud for at det er blevet en realitet.

Baggrunden for reglen er at beskytte investorerne og markedet i de tilfælde, hvor informationer – der, såfremt de blev en realitet, ville være omfattet af selskabets oplysningspligt – er blevet tilgængelige i markedet. Det må i sådanne situationer sikres, at investorerne via en meddelelse fra selskabet får lige adgang til informationerne. Herved mindskes fra selskabets side den usikkerhed, der er opstået i markedet som følge af, at informationerne er blevet tilgængelige i markedet.

Det fremgår således af punkt 3.1.4 i Regler for udstedere af aktier, at hvis et selskab opdager, at kursrelevante oplysninger er lækket før offentliggørelsen, skal selskabet offentliggøre en meddelelse herom. Såfremt kursrelevante oplysninger ubevidst gives til en tredjemand, som ikke er pålagt tavshedspligt, skal sådanne oplysninger straks offentliggøres.

Det følger af kommentaren til punkt 3.1.4, at det kan forekomme, at oplysninger om et selskab bliver offentligt tilgængelige, uden at selskabet selv har oplyst herom i en meddelelse. I sådanne tilfælde må selskabet vurdere, om disse oplysninger må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen, og om der er indtrådt en oplysningsforpligtelse i henhold til Generalklausulen (punkt 3.1.1). Ved vurderingen heraf skal bl.a. oplysningernes korrekthed samt mulig bagvedliggende intern viden i selskabet tages i betragtning.

Punkt 3.1.4 i Regler for udstedere af aktier betyder, at der er en pligt for et selskab til at reagere, når det opdager, at kursrelevante oplysninger er tilgængelige i markedet før selskabets offentliggørelse heraf, og at oplysningsforpligtelsen indtræder automatisk alene som følge af, at informationerne er blevet tilgængelige i markedet. Selskabet har således pligt til at offentliggøre oplysningerne, uanset at en aftale ikke er endelig, en ordre ikke er ubetinget mv., og uanset om der er interne politikker, der modsiger offentliggørelsen.

Et selskab kan altså, mens det forhandler om et forhold, der – såfremt en aftale herom indgås – vil være omfattet af selskabets oplysningspligt, blive nødt til at offentliggøre en selskabsmeddelelse, om at forhandlingerne pågår. Såfremt der kommer informationer frem i markedet om de pågældende forhandlinger – eksempelvis forhandlinger om fusion, samarbejder, større ordrer mv. – skal selskabet hurtigst muligt offentliggøre en selskabsmeddelelse, hvori selskabet forholder sig til de pågældende oplysninger.

Når der er tale om fremskredne forhandlinger, og informationer herom er tilgængelige i markedet, uanset hvordan de er tilvejebragt, skal selskabet offentliggøre en selskabsmeddelelse om forholdet.

Selskabsmeddelelsen i den forbindelse kan være kortfattet. Den skal som minimum bekræfte, at der pågår forhandlinger om de pågældende forhold, og at selskabet vil informere markedet på sædvanlig vis via en selskabsmeddelelse, når forhandlingerne er tilendebragt.

Børsen fandt i den konkrete sag anledning til at bemærke, at det forhold, at en potentiel kunde på et tidligt tidspunkt indikerer, hvem den foretrukne leverandør er til et projekt, ikke isoleret set er omfattet af selskabets oplysningspligt efter Regler for udstedere af aktier punkt 3.1.1. Derfor vil denne information heller ikke isoleret set være en lækage omfattet af regler for udstedere punkt 3.1.4.

Børsen fandt også anledning til at præcisere, at der ikke er krav om, at selskaber i en selskabsmeddelelse har pligt til at kommentere løse rygter eller andre upræcise eller vildledende oplysninger om selskabet fra tredjepart, hvor dette ikke har hold i sandheden. Det skal dog bemærkes, at såfremt et usandt rygte mærkbart har betydning for kursen på selskabets værdipapirer, bør selskabet overveje at offentliggøre en meddelelse for at give markedet korrekte oplysninger samt sikre en normal kursdannelse. Såfremt den normale handel påvirkes væsentligt af sådanne rygter, kan børsen overveje at reagere og eventuelt stoppe handlen.

Endelig blev det bemærket, at børsens oplysningsforpligtelser gennem en årrække har haft bestemmelser af denne karakter. Det skal også bemærkes, at selskabernes interne regler og eventuelle informationspolitikker bør tage højde for, at der kan opstå en sådan særlig situation, hvor et selskab kan blive nødsaget til at offentliggøre information forud for det tidspunkt, hvor det ellers ville være påkrævet efter generalklausulen i punkt 3.1.1.

På baggrund af forløbet skitseret indledningsvist anmodede børsen selskabet om at redegøre for forløbet forud for offentliggørelsen af selskabsmeddelelsen, herunder hvornår selskabet modtog henvendelse om ordren, hvad og hvornår de enkelte elementer i forhandlingerne havde været, og hvornår aftalen herom konkret blev indgået. Børsen bad også selskabet om at forholde sig til hvilke oplysninger, der var tilgængelige i markedet i relation til, om der kunne være tale om en lækage, jf. Regler for udstedere af aktier punkt 3.1.4.

Selskabet oplyste, at det havde indledt forhandlinger med kunden om projektet mere end et år tilbage. Kunden kunne ikke selv finansiere projektet og valgte derfor i 2010 at gå på kapitalmarkedet for at fremskaffe den nødvendige finansiering. Efter at finansieringen var på plads, valgte kunden at fortsætte forhandlingerne med selskabet vedrørende projektet. I dagene forud for selskabsmeddelelsen blev det ifølge selskabets oplysninger kendt i markedet, at finansieringen af projektet var godkendt.

Selskabet oplyste endvidere, at selskabet og kunden på dagen, hvor selskabsmeddelelsen blev offentliggjort, indgik en fast og ubetinget aftale om leveringen af ordren. Samme dag modtog selskabet forudbetalingen af ordren.

Selskabet oplyste, at selskabets beslutning om alene at offentliggøre faste og ubetingede ordrer var taget for ikke at skabe unødigt usikkerhed i markedet om ordrer, der senere måtte vise sig ikke at blive endelige.

Selskabet beklagede, at det ikke i forbindelse med den pågældende ordre i USA lykkedes at undgå, at oplysninger om den uden medvirken fra selskabets side var tilgængelig i markedet forud for det tidspunkt, hvor ordren blev ubetinget.

Endelig oplyste selskabet, at henvendelsen fra børsen og sagens udvikling i øvrigt havde givet selskabet anledning til at tilpasse sin informationspolitik, således at selskabet fremover, såfremt det måtte ske, at intern viden om konkrete og afsluttende forhandlinger om væsentlige ordrer lækkedes i markedet, inden ordrene var blevet en realitet, ville være i stand til i en selskabsmeddelelse at forholde sig til de pågældende oplysninger, selv om oplysningspligten efter værdipapirhandelslovens § 27 og børsens generalklausul endnu ikke var indtrådt.

På baggrund af ovenstående, herunder de informationer der var tilgængelige i markedet samt selskabets oplysninger, måtte børsen lægge til grund, at selskabet var i konkrete afsluttende forhandlinger med kunden om ordren på tidspunktet, hvor informationerne herom blev offentligt tilgængelige i markedet.

På den baggrund var det børsens opfattelse, at det var en situation omfattet af punkt 3.1.4 i Regler for udstedere af aktier, da der var tale om fremskredne forhandlinger, hvorom informationer blev tilgængelige i markedet, og at selskabet dermed skulle have offentliggjort en selskabsmeddelelse om forhandlingerne.

Børsen påtalte over for selskabet, at selskabet ikke offentliggjorde en selskabsmeddelelse om forhandlingerne med kunden om ordren hurtigst muligt efter, at informationerne herom blev offentligt tilgængelige i markedet, jf. punkt 3.1.4 i Regler for udstedere af aktier.

### **1.13. Indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling**

Et selskabs indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling med dagsorden blev bragt i en avis forud for offentliggørelsen af meddelelsen fra selskabet.

Det fremgår af punkt 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen A/S, at indkaldelse til generalforsamling skal offentliggøres.

Det fremgår også af kommentaren til punkt 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier, at selvom en indkaldelse ikke indeholder kursrelevante oplysninger, skal indkaldelsen generelt offentliggøres på samme tidspunkt, som en annonce er sendt til en avis. Der kan dog være situationer, hvor visse informationer stadig er udestående, hvor et udkast sendes til en avis. I en sådan situation kan offentliggørelse afvente færdiggørelsen af indkaldelsen. Indkaldelsen skal dog altid offentliggøres aftenen før offentliggørelsen sker i en avis, og før den er gjort tilgængelig på selskabets hjemmeside.

På baggrund af overstående anmodede børsen blandt andet selskabet om at redegøre for, hvorledes avisen kunne bringe indkaldelsen til generalforsamlingen forud for offentliggørelsen af meddelelsen fra selskabet.

Selskabet oplyste, at der var tale om en fejl fra selskabets side. Indkaldelsen blev uploadet på GlobeNewswire med en forsinket frigivelse, men grundet en misforståelse i den interne kommunikation, blev meddelelsen angivet til frigivelse kl. 12 middag den efterfølgende dag og ikke kl. 12 midnat som egentlig besluttet. Selskabet beklagede fejlen.

Børsen påtalte over for selskabet, at indkaldelsen til den ekstraordinære generalforsamling blev bragt i en avis forud for offentliggørelsen af meddelelsen fra selskabet, jf. punkt 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier.

### **1.14. Selskabsmeddelelse vedrørende foreløbig udvikling i 3. kvartal 2009/10**

*(InterMail A/S)*

Et selskab offentliggjorde en selskabsmeddelelse vedrørende den foreløbige udvikling i 3. kvartal 2009/10. Det fremgik af meddelelsen, at en ekstern rådgiver ved en fejl havde fremsendt et ikke godkendt udkast af delårsrapporten til tredjemand, og at tallene indeholdt i selskabsmeddelelsen var de foreløbige tal.

Den foregående eftermiddag havde selskabet kontaktet NASDAQ OMX Copenhagen (børsen) og blandt andet oplyst, at en mail med foreløbige regnskabstal var blevet sendt til en journalist for et dagblad ved en fejl.

Det fremgår af pkt. 3.1.4 i Regler for udstedere af aktier fremgår det, at såfremt kursrelevante oplysninger ubevidst gives til en tredjemand, som ikke er pålagt tavshedspligt, skal sådanne oplysninger straks offentliggøres.



På denne baggrund anmodede børsen selskabet om en detaljeret redegørelse for forløbet op til offentliggørelsen af selskabsmeddelelsen, herunder præcist hvornår e-mailen blev sendt til tredjemand og til hvem.

Det fremgik af selskabets redegørelse at en ekstern kommunikationsrådgiver fejlagtigt sendte et udkast til delårsrapporten for 3. kvartal 2009/10 til en journalist på et dagblad.

Kommunikationsrådgiveren bad journalisten om at slette mailen og bekræfte, at dette var sket, ligesom e-mailen blev tilbagekaldt. Dette ville journalisten ikke. Kommunikationsrådgiveren kontaktede herefter selskabets ledelse og redegjorde for forløbet. Ledelsen orienterede herefter selskabets bestyrelsesformand, som gav ledelsen besked på at orientere NASDAQ OMX øjeblikkeligt.

Det fremgik endvidere af selskabets redegørelse at selskabets ledelse sidst på eftermiddagen kontaktede NASDAQ OMX, der mente, at der burde komme en meddelelse fra selskabet, enten hele meddelelsen eller en kort meddelelse, der kunne give den samme information, som fandtes i udkastet. Senere samme aften gav kommunikationsrådgiveren en redegørelse på et telefonmøde med selskabets bestyrelsesformand og ledelse. Kort tid efter kontaktede journalisten selskabets ledelse og meddelte, at dagbladet ikke ville videregive eller offentliggøre indholdet eller dele heraf.

Endelig fremgik det af selskabets redegørelse at selskabet næste morgen meddelte NASDAQ OMX beslutningen fra bestyrelsen. Børsen fastholdt, at selskabet skulle offentliggøre en meddelelse inden kl. 9.00. Såfremt meddelelsen ikke var offentliggjort kl. 9.00, ville der blive etableret en børspause, indtil meddelelsen blev offentliggjort. Selskabet offentliggjorde meddelelsen kl. 9.47, hvorefter børspausen blev ophævet kl. 9.50.

På baggrund af det beskrevne forløb var det er børsens opfattelse, at selskabet skulle offentliggøre informationerne, der blev givet til journalisten, og at dette skulle ske hurtigst muligt. Dette skulle også ses i lyset af, at journalisten ikke ville slette mailen og henviste til sin journalistiske frihed.

Det er børsens opfattelse, at offentliggørelsen ikke skete hurtigst muligt, og at meddelelsen kunne have været offentliggjort forud for kl. 9 den pågældende børsdag.

Børsen påtalte over for selskabet, at selskabet ikke offentliggjorde en selskabsmeddelelse med de foreløbige regnskabstal hurtigst muligt efter, at selskabet via en ekstern rådgiver ved en fejl havde sendt regnskabstallene til en journalist, jf. Regler for udstedere af aktier pkt. 3.1.4.

## **1.15. Selskabsmeddelelse tilgængelig på hjemmeside forud for offentliggørelse**

(NeuroSearch A/S)

NASDAQ OMX København (Børsen) konstaterede, at informationer om et selskabs meddelelse havde været tilgængelig via et nyhedsbureau forud for selskabets offentliggørelse. Endvidere steg kursen på selskabets aktier under øget handelsaktivitet forud for selskabets offentliggørelse af selskabsmeddelelsen. Selskabet offentliggjorde selskabsmeddelelsen cirka 10 minutter efter den første nyhed var udsendt fra nyhedsbureauet.

Det fremgår af pkt. 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier, at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre oplysninger om beslutninger og andre forhold og omstændigheder, der kan være kursrelevante.

Det fremgår endvidere af kommentaren til pkt. 3.1.1 at et selskab skal sikre, at alle markedsdeltagere har lige adgang til kursrelevante oplysninger om selskabet. Selskabet skal desuden sikre, at oplysningerne behandles fortroligt, og at ingen uvedkommende får adgang til sådanne oplysninger, før de er offentliggjort.

På denne baggrund anmodede Børsen selskabet om en redegørelse for forløbet op til offentliggørelsen af selskabsmeddelelsen.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at der på dagen for offentliggørelsen opstod en kommunikationsbrist mellem selskabets Investor Relations medarbejder og en Corporate Affairs medarbejder, hvorefter sidstnævnte fejlagtigt fik den opfattelse, at selskabsmeddelelsen var offentliggjort via GlobeNewswire og derfor kunne lægges på selskabets hjemmeside. Dette medførte, at selskabsmeddelelsen blev gjort tilgængelig på såvel den danske som den engelske del af selskabets hjemmeside. Kort tid efter modtog Corporate Affairs medarbejderen besked direkte fra den Administrative Coordinator om, at meddelelsen nu var blevet sendt til NASDAQ OMX, hvorved man blev klar over misforståelsen og straks fjernede selskabsmeddelelsen. Efter bekræftet offentliggørelse af selskabsmeddelelsen via GlobeNewswire blev informationen igen og i henhold til vanlig procedure lagt ud på hjemmesiden.

Selskabet oplyste videre at man, efter at være blevet bekendt med ovennævnte hændelse, skriftligt har indskærpet de interne procedurer for udsendelse af selskabsmeddelelser og efterfølgende udlægning på selskabets hjemmeside over for alle relevante personer.

Børsen påtalte over for selskabet, at informationer fra selskabets selskabsmeddelelse var tilgængelig på selskabets hjemmeside forud for offentliggørelsen, jf. pkt. 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier.

## 1.16. Indkaldelse til ordinær generalforsamling

Et selskabs indkaldelse til ordinær generalforsamling med dagsorden blev bragt i en avis forud for offentliggørelsen af meddelelsen fra selskabet.

Det fremgår af punkt. 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX København A/S, at indkaldelse til generalforsamling skal offentliggøres.

Det fremgår også af kommentaren til punkt 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier, at selvom en indkaldelse ikke indeholder kursrelevante oplysninger, skal indkaldelsen generelt offentliggøres på samme tidspunkt, som en annonce er sendt til en avis. Der kan dog være situationer, hvor visse informationer stadig er udestående, hvor et udkast sendes til en avis. I en sådan situation kan offentliggørelse afvente færdiggørelsen af indkaldelsen. Indkaldelsen skal dog altid offentliggøres aftenen før offentliggørelsen sker i en avis, og før den er gjort tilgængelig på selskabets hjemmeside.

På baggrund af overstående anmodede børsen blandt andet selskabet om at redegøre for, hvorledes avisen kunne bringe indkaldelsen til generalforsamlingen forud for offentliggørelsen af meddelelsen fra selskabet.

Selskabet oplyste, at der var tale om en procedurefejl fra selskabets side.

Børsen påtalte over for selskabet, at indkaldelsen til den ordinære generalforsamling blev bragt i en avis forud for offentliggørelsen af meddelelsen fra selskabet, jf. punkt 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier.

## 1.17. Indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling

Et selskabs indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling med dagsorden blev bragt i en avis forud for offentliggørelsen af meddelelsen fra selskabet.

Det fremgår af punkt. 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX København A/S, at indkaldelse til generalforsamling skal offentliggøres.

Det fremgår også af kommentaren til punkt 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier, at selvom en indkaldelse ikke indeholder kursrelevante oplysninger, skal indkaldelsen generelt offentliggøres på samme tidspunkt, som en annonce er sendt til en avis. Der kan dog være situationer, hvor visse informationer stadig er udestående, hvor et udkast sendes til en avis. I en sådan situation kan

offentliggørelse afvente færdiggørelsen af indkaldelsen. Indkaldelsen skal dog altid offentliggøres aftenen før offentliggørelsen sker i en avis, og før den er gjort tilgængelig på selskabets hjemmeside.

På baggrund af overstående anmodede børsen blandt andet selskabet om at redegøre for, hvorledes avisen kunne bringe indkaldelsen til generalforsamlingen forud for offentliggørelsen af meddelelsen fra selskabet.

Selskabet oplyste, at annonce med indkaldelse til generalforsamling uagtet selskabets procedurer herfor fejlagtigt var blevet fremsendt til aviserne til indrykning, uden den forinden er fremsendt til NASDAQ OMX.

Selskabet oplyste videre at fejlen skyldtes, at annoncen var udarbejdet i samarbejde med selskabets advokat uden involvering af den IR-ansvarlige samt at den marketingsansvarlige ikke har været opmærksom på at få godkendelse og endelig accept fra den IR-ansvarlige.

Børsen påtalte over for selskabet, at indkaldelsen til den ordinære generalforsamling blev bragt i en avis forud for offentliggørelsen af meddelelsen fra selskabet, jf. punkt 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier.

## 1.18. Indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling

Et selskabs indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling med dagsorden blev bragt i en avis forud for offentliggørelsen af meddelelsen fra selskabet.

Det fremgår af punkt. 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen A/S, at indkaldelse til generalforsamling skal offentliggøres.

Det fremgår også af kommentaren til punkt 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier, at selvom en indkaldelse ikke indeholder kursrelevante oplysninger, skal indkaldelsen generelt offentliggøres på samme tidspunkt, som en annonce er sendt til en avis. Der kan dog være situationer, hvor visse informationer stadig er udestående, hvor et udkast sendes til en avis. I en sådan situation kan offentliggørelse afvente færdiggørelsen af indkaldelsen. Indkaldelsen skal dog altid offentliggøres aftenen før offentliggørelsen sker i en avis, og før den er gjort tilgængelig på selskabets hjemmeside.

På baggrund af overstående anmodede børsen blandt andet selskabet om at redegøre for, hvorledes avisen kunne bringe indkaldelsen til generalforsamlingen forud for offentliggørelsen af meddelelsen fra selskabet.

Selskabet oplyste, at indkaldelsen blev sendt til Statstidende og udvalgte dagblade til offentliggørelse den pågældende dag. Forud for dette blev indkaldelsen sendt til den medarbejder, der varetager indsendelsen til NASDAQ OMX. Grundet medarbejderens fravær fra virksomheden blev indkaldelsen beklageligvis ikke indsendt i overensstemmelse med Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX København A/S.

Børsen påtalte over for selskabet, at indkaldelsen til den ekstraordinære generalforsamling blev bragt i en avis forud for offentliggørelsen af meddelelsen fra selskabet, jf. punkt 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier.

## 1.19. Offentliggørelse af forløb af ekstraordinær generalforsamling

Et selskab optaget til handel afholdt ekstraordinær generalforsamling. Forløbet af den ekstraordinære generalforsamling blev offentliggjort om eftermiddagen dagen efter afholdelsen af generalforsamlingen og dermed ikke straks efter generalforsamlingens afslutning.

Af pkt. 3.3.3 i Regler for udstedere af aktier fremgår det, at et selskab skal offentliggøre beslutninger truffet på generalforsamlingen, medmindre sådanne beslutninger er uvæsentlige. Det fremgår endvidere af kommentaren til pkt. 3.3.3, at der efter generalforsamlingens afholdelse altid skal offentliggøres en meddelelse indeholdende oplysninger om trufne beslutninger.

Det fremgår endvidere af pkt. 3.1.3, at offentliggørelse af oplysninger omfattet af reglerne skal ske hurtigst muligt, medmindre andet er særligt bestemt. Det er børsens opfattelse, at forløb af generalforsamlinger som udgangspunkt skal offentliggøres samme dag som afholdelsen af generalforsamlingen.

På baggrund af ovenstående anmodede børsen selskabet om kommentarer til den sene offentliggørelse.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at det var en meget beklagelig kommunikationsbrist, der var årsag til den sene offentliggørelse af generalforsamlingsreferatet.

Børsen påtalte på den baggrund over for selskabet, at selskabet ikke offentliggjorde forløbet af den ekstraordinære generalforsamling umiddelbart efter generalforsamlingens afholdelse i overensstemmelse med Regler for udstedere af aktier pkt. 3.3.3 og pkt. 3.1.3.

## 2. UDTALELSER OG ANDRE SAGER

### 2.1. Overvågning af investeringsinstitutternes indberetning af indre værdi og cirkulerende andele

Investeringsinstitutter skal i henhold til pkt. 3.8.2 i Regler for udstedere af investeringsbeviser på NASDAQ OMX Copenhagen offentliggøre indre værdi, emissionspris og indløsningspris for hver ISIN-kode, der er optaget til handel på børsen. Offentliggørelse skal ske mindst tre gange dagligt i børsens normale åbningstid for investeringsbeviser (kl. 9.45) og derefter mellem kl. 12.00 og kl. 13.00 samt mellem kl. 15.30 og kl. 16.30. Der skal endvidere ske offentliggørelse, når der sker væsentlige ændringer i værdierne. Udover de nævnte tidspunkter kan institutterne offentliggøre løbende hen over dagen.

Tidspunkterne såvel som offentliggørelse på daglig basis kan i særlige tilfælde fraviges, såfremt instituttets karakteristika bevirker, at offentliggørelse ikke kan foretages med disse intervaller.

Hvis et investeringsinstitut ikke kan beregne indre værdi, emissionspris eller indløsningspris, skal instituttet hurtigst muligt offentliggøre dette.

Herudover skal investeringsinstitutterne dagligt og inden markedets åbningstid offentliggøre cirkulerende antal investeringsbeviser for hver ISIN-kode, der er optaget til handel. Offentliggørelse på daglig basis kan i særlige tilfælde fraviges, såfremt det ikke vil være relevant i relation til instituttets karakteristika.

Offentliggørelsen skal ske via børsens indberetningsportal XML enten direkte eller gennem en serviceprovider på instituttets eget ansvar.

Børsen overvåger løbende investeringsinstitutternes overholdelse af ovenstående oplysningsforpligtelser.

Børsen konstaterede som følge heraf tilfælde, hvor et antal investeringsinstitutter ikke havde offentliggjort indre værdi henholdsvis cirkulerende andele som foreskrevet i regelsættet.

Børsen rettede på baggrund heraf henvendelse til de pågældende investeringsinstitutter og anmodede om, at de pågældende snarest muligt fik bragt forholdene i orden.

De pågældende investeringsinstitutter offentliggjorde efter børsens henvendelse informationerne rettidigt.

### 2.2. Udstedelse af aktier i selskaber, der allerede er optaget til handel på NASDAQ OMX Copenhagen henholdsvis First North

Selskaber optaget til handel på NASDAQ OMX Copenhagen (børsen) og First North skal ved udstedelse af værdipapirer som udgangspunkt udarbejde et prospekt i henhold til værdipapirhandelslovgivningen. Finanstilsynet er kompetent myndighed ved godkendelse af prospekter, ligesom det er Finanstilsynet, som fortolker bestemmelserne i værdipapirhandelslovgivningen, herunder om en given udstedelse måtte være omfattet af undtagelsesbestemmelser. Prospektet skal være godkendt af Finanstilsynet inden offentliggørelse.

Børsens regelsæt - Regler for udstedere af aktier henholdsvis Regelsæt for First North - indeholder ikke krav til prospekter for selskaber, som allerede er optaget til handel på børsen henholdsvis First North.

Når et selskab, der allerede er optaget til handel, ønsker nye aktier optaget til handel, skal NASDAQ OMX Copenhagen have forelagt udkast til tidsplan som grundlag for optagelsen. Udover udkast til tidsplan vil børsen også have brug for at modtage en udførlig beskrivelse af den pågældende emission, jf. nedenstående oversigt. Tidsplanen og den udførlige beskrivelse af emissionen vil ligge til grund for børsens godkendelse af optagelse til handel af de pågældende værdipapirer.

Endelig skal børsen have indsendt en ansøgning om optagelse til handel af de pågældende værdipapirer. Den udførlige beskrivelse af emissionen kan med fordel være indarbejdet i en ansøgning.

Indsendelse til børsen af ansøgning, herunder udkast til tidsplan samt beskrivelse af emissionen, sker normalt samtidig med, at der i Finanstilsynet sker en behandling af prospektet. Børsen skal løbende orienteres, hvis der sker ændringer i tidsplanen, eller hvis der sker ændringer i andre forhold.

For så vidt angår tidsplanen forudsætter børsen, at selskabets aktieudstedende institut er bekendt med tidsplanen og har accepteret den. Børsen skal have oplysning om kontaktperson hos aktieudstedende institut, herunder telefonnummer og mailadresse.

Nedenfor er opregnet en række forhold, som skal indgå i beskrivelsen til børsen. Det bemærkes, at forholdene afhænger af emissionstype.

- > Emissionstype (eksempelvis fortegning, rettet emission m.v.).
- > Emissionens størrelse, oplyst nominelt og i antal aktier samt evt. minimumsudbud.
- > Aktiekapital før emission, oplyst nominelt og i antal aktier.
- > Aktiekapital efter emission, oplyst nominelt og i antal aktier.
- > Forhold omkring evt. garantistillelse, herunder navn på garantistiller(e), og størrelsen af den stillede garanti, som de(n) enkelte garantistiller(e) stiller.
- > Aktiestørrelse.
- > Tegningskurs, herunder evt. hvorledes der sker fastsættelse af tegningskurs.
- > Udbyttet for de nye aktier.
- > Tegningsforhold.
- > ISIN, nye aktier, tegningsretter.
  - Det skal oplyses, hvorvidt den midlertidige ISIN for nye aktier ønskes optaget til handel på børsen, eller om optagelse til handel af nye aktier vil ske efter at de nye aktier er registreret i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.
- > Dato for hvornår Finanstilsynets godkendelse af prospektet forventes at foreligge.
- > Dato for hvornår prospektet forventes offentliggjort.
- > Dato for hvornår selskabets aktier senest vil blive handlet inklusive ret til tegningsretter.
- > Dato for hvor hvornår selskabets aktier vil blive handlet eksklusiv ret til tegningsretter. Dette er samme dag, som handlen med tegningsretter påbegyndes.
- > Periode for handel med tegningsretter.
  - Børsen henstiller, at perioden skal være mindst 10 børsdage med start 3 børsdage inden tegningsperiodens start og med afslutning 3 børsdage inden tegningsperiodens afslutning.

- > Dato for hvornår der vil ske tildeling af tegningsretter i VP Securities A/S.
- > Tegningsperiode.
  - Aktieselskabsloven indeholder oplysning om den tegningsfrist, inden for hvilken aktionærene skal gøre brug af fortegningsretten. Børsen henstiller, at perioden skal være mindst 10 børsdage med start 3 børsdage efter handel med tegningsretter er påbegyndt og med afslutning 3 børsdage efter sidste dag i perioden for handel med tegningsretter.
- > Dato for hvornår de nye aktier forventes registreret i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.
- > Dato for hvornår de nye aktier ønskes optaget til handel.
- > Såfremt de nye aktier ønskes optaget til handel i ISIN for de eksisterende aktier, forudsætter dette, at de nye aktier bærer samme udbytte for de eksisterende aktier, ligesom det forudsætter, at børsen har modtaget dokumentation for Erhvervs- og Selskabsstyrelsens registrering af de nye aktier.

Det skal understreges, at ovenstående alene er relevant for så vidt angår aktieudstedelser, der foretages af selskaber, som allerede er optaget til handel på børsen henholdsvis First North. Er der tale om optagelse til handel af et nyt selskab på børsen henholdsvis First North, henvises til børsens optagelsesbetingelser, som er beskrevet i Regelsæt for udstedere af aktier henholdsvis Regelsæt for First North.

Regelsættene kan downloades fra børsens hjemmeside.

### 2.3. Oplysninger om godkendelse tilgængelig på myndigheds hjemmeside

Et selskab offentliggjorde en meddelelse om, at selskabet og dets samarbejdspartner havde fået positiv erklæring for betinget godkendelse af et af selskabets produkter fra en myndighed.

Selskabet informerede telefonisk børsen om, at selskabet ville offentliggøre en meddelelse, som forventedes at få en særdeles mærkbar betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer, og at selskabet var ved at færdiggøre meddelelsen til offentliggørelse, jf. pkt. 3.4.2 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen.

Selskabets aktier steg markant under stor omsætning forud for offentliggørelse af meddelelsen, men faldt efterfølgende lidt tilbage.

Forud for offentliggørelse af meddelelsen var der oplysninger på et nyhedsmedies hjemmeside om, at selskabets partner havde fået den positive erklæring for betinget godkendelse af produktet.

Det fremgår af Regler for udstedere af aktier pkt. 3.1.1., at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre oplysninger om beslutninger og andre forhold og omstændigheder, der kan være kursrelevante. "Kursrelevante oplysninger" betyder oplysninger, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på selskabets aktier i henhold til national lovgivning.

Det fremgår endvidere af Regler for udstedere pkt. 3.1.3, at offentliggørelse af oplysninger omfattet af reglerne skal ske hurtigst muligt, medmindre andet er særligt bestemt. Såfremt kursrelevante oplysninger bevidst gives til en tredjemand, som ikke er pålagt tavshedspligt, skal sådanne oplysninger samtidig hermed offentliggøres.

Det fremgår endvidere af 3.1.4 i Regler for udstedere af aktier, at hvis et selskab opdager, at kursrelevante oplysninger er lækket før offentliggørelsen, skal selskabet offentliggøre en meddelelse herom.

På baggrund af overstående anmodede børsen selskabet om konkret og detaljeret at redegøre for forløbet forud for offentliggørelsen af selskabsmeddelelsen.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at selskabets samarbejdspartner forud for offentliggørelsen af erklæringen på myndighedens hjemmeside modtog en forhåndstilkendegivelse af, at en positiv erklæring kunne forventes.

Selskabet oplyste endvidere, at erklæringen ikke var endelig og bindende, før referatet fra det møde, hvor myndigheden havde truffet deres beslutning, var underskrevet af udvalgets formand. Først når referatet var underskrevet, offentliggjorde myndigheden erklæringen, hvilket således var det tidspunkt, hvor erklæringen kunne anses for endelig og bindende. Selskabet og dets samarbejdspartner fik den endelige besked samtidig med alle andre ved offentliggørelse på myndighedens hjemmeside.

Forud for erklæringen havde selskabet været i dialog med selskabets samarbejdspartner for at forberede en fælles meddelelse. Eftersom denne meddelelse ikke blev anset for at have kurspåvirkende effekt for samarbejdspartneren, havde parterne aftalt, at når selskabet modtog samarbejdspartnerens bekræftelse på, at erklæringen var blevet offentliggjort på myndighedens hjemmeside og dermed var endelig, påbegyndte selskabet omgående offentliggørelse af selskabsmeddelelsen.

Det fremgik endvidere af selskabets redegørelse, at selskabet blev kontaktet af samarbejdspartneren, som fortalte, at erklæringen var tilgængelig på myndighedens hjemmeside, hvorpå selskabet ville påbegynde offentliggørelse af selskabsmeddelelsen. Det var aftalt, at samarbejdspartneren ville vente med udsendelse af deres pressemeddelelse, indtil selskabet havde bekræftet, at offentliggørelse var sket.

Det fremgik ligeledes af selskabets redegørelse, at selskabet kontaktede Surveillance for at oplyse, at det var i færd med at offentliggøre en selskabsmeddelelse, som forventedes at få særdeles mærkbar betydning for kursdannelsen meddelelse, jf. punkt 3.4.2 i Regler for udstedere af aktier. Samtidig var selskabet i gang med at offentliggøre meddelelsen, og selskabet kontaktede derpå samarbejdspartneren for at meddele, at denne kunne påbegynde distribution af deres pressemeddelelse, hvilket skete efter offentliggørelse af selskabsmeddelelsen.

Selskabet oplyste, at det var bekendt med, at myndigheden havde offentliggjort erklæringen på deres hjemmeside forud for offentliggørelse af selskabsmeddelelsen, og selskabet kunne derfor ikke udelukke, at nyhedsmediet havde informationen fra myndighedens hjemmeside.

På baggrund af det over for børsen oplyste, var det børsens opfattelse, at selskabet offentliggjorde den kursrelevante information hurtigst muligt efter, at selskabet havde fået bekræftet rigtigheden af den information, som var offentliggjort på myndighedens hjemmeside. På denne baggrund fandt børsen ikke anledning til at konkludere, at selskabet havde overtrådt børsens regler.

Børsen henledte dog for en god ordens skyld selskabets opmærksomhed på, at selskabet, da det kontaktede børsen for at oplyse om, at selskabet var i gang med at offentliggøre en selskabsmeddelelse, som forventedes at få en særdeles mærkbar betydning for kursdannelsen, burde have informeret børsen om, at oplysningerne var tilgængelige på myndighedens hjemmeside, således at børsen havde mulighed for at vurdere behovet for at holde en pause i selskabets aktier.



## 2.4. Investeringsstrategi

En obligationsudsteder havde ved obligationens optagelse til handel i det i den forbindelse offentliggjorte prospekt defineret udstederens investeringsstrategi. Heraf fremgik det, at udstederen kun måtte investere i færdigudviklede og nøglefærdige projekter.

Udstederen offentliggjorde den 11. juli 2008 en meddelelse, hvoraf det fremgik, at udstederen havde købt et projekt under udvikling. Godt et år senere offentliggjorde udstederen en meddelelse om, at udstederen havde besluttet at udnytte den i forbindelse med købet indgåede option på at sælge projektet tilbage til projektudvikleren.

Det fremgår af Regler for udstedere af obligationer pkt. 3.3.2, at meddelelser fra udstedere skal være nøjagtige, tydelige og fyldestgørende. Det fremgår endvidere, at disse informationer skal formuleres på en måde, der giver umiddelbart grundlag for at forstå indholdet og vurdere betydningen af den givne information.

Børsen anmodede på denne baggrund udstederen om blandt andet at redegøre for, hvorvidt udstederen havde foretaget dispositioner, hvor det i overensstemmelse med obligationsvilkårene havde været nødvendigt at modtage accept fra obligationsejernes repræsentant.

Børsen anmodede også udstederen om at redegøre for, hvorvidt udstederen efter optagelsen til handel havde foretaget ændringer i udstederens formål og investeringsstrategi og i givet fald, hvorledes dette var blevet kommunikeret til markedet.

Af udstederens redegørelse til børsen fremgik det, at udstederen efter udstederens opfattelse ikke havde foretaget dispositioner, hvor det havde været nødvendigt at modtage accept fra obligationsejernes repræsentant. Udstederen erkendte dog, at formuleringen i den offentliggjorte meddelelse kunne forlede til at tro, at udstederen ved købet af projektet under udvikling afveg fra investeringsstrategiens kriterium i relation til færdigudviklede og nøglefærdige projekter. Af udstederens redegørelse fremgik det endvidere, at projektet blev erhvervet som nøglefærdigt, dvs. hvor udviklingsrisikoen påhvilede projektudvikleren, og at udstederen som et led i overdragelsen af projektet havde indgået en optionsaftale med projektudvikleren netop med henblik på at placere udviklingsrisikoen hos denne.

For så vidt angik spørgsmålet om, hvorvidt udstederen efter optagelsen til handel havde foretaget ændringer i selskabets formål og/eller investeringsstrategi, fremgik det, at dette ikke var tilfældet.

På baggrund af oplysningerne kunne børsen ikke konkludere, at der var sket en overtrædelse af børsens regler. Børsen fandt dog anledning til at påpege, at det i den pågældende meddelelse burde have været præciseret, at udviklingsrisikoen påhvilede projektudvikleren, og at købet således var i overensstemmelse med den angivne investeringsstrategi. Endvidere henstillede børsen udstederen til i fremtiden i højere grad at sikre, at informationer til markedet er nøjagtige, tydelige og fyldestgørende.

## 2.5. Fastholdelse af forventninger i en meddelelse og efterfølgende nedjustering

Medio december offentliggjorde et selskab sin halvårsrapport for maj til oktober, hvori selskabet nedjusterede forventningerne til det indeværende regnskabsår. Det fremgik af halvårsrapporten, at nedjusteringen skyldtes en turbulent markedssituation i november og december med pres på omsætningen.

Selskabet havde medio november offentliggjort et prospekt med henblik på introduktion på NASDAQ OMX Copenhagen A/S (børsen) primo december.

Hen mod slutningen af november havde selskabet offentliggjort en selskabsmeddelelse med overskriften, at selskabet afviste nedgang i omsætningen. Det fremgik blandt andet af selskabsmeddelelsen, at selskabet ikke havde registreret nogen nedgang i salget siden offentliggørelsen af børsprospektet, og at selskabet på denne baggrund fastholdt forventningerne til regnskabsåret, som senest var beskrevet i børsprospektet.

På denne baggrund og i lyset af bl.a. nedenstående regler anmodede børsen selskabet om at redegøre for en række forhold i forbindelse med nedjusteringen i selskabets halvårsrapport.

Det fremgår af pkt. 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen A/S, at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre kursrelevante oplysninger, såfremt disse oplysninger direkte vedrører selskabet.

Det fremgår endvidere af pkt. 3.3.1 i Regler for udstedere af aktier, at såfremt et selskab forventer, at dets resultat eller økonomiske stilling vil afvige væsentligt fra tidligere offentliggjorte forventninger, og en sådan afvigelse er kursrelevant, skal selskabet offentliggøre oplysninger om afvigelsen.

Af punkt 3.1.2 i Regler for udstedere af aktier fremgår det, at meddelelser fra selskabet skal være korrekte, relevante og tydelige og må ikke være vildledende. Det fremgår endvidere, at oplysninger vedrørende beslutninger, andre forhold og omstændigheder skal være tilstrækkelige, således at der kan foretages en vurdering af betydningen for selskabet, dets resultat og økonomiske stilling eller for kursen på selskabets værdipapirer. Endelig fremgår det af kommentaren til punkt 3.1.2 i Regler for udstedere af aktier, at oplysninger fra selskabet skal afspejle selskabets aktuelle situation og må ikke være vildledende eller unøjagtige.

Selskabet oplyste i sin redegørelse, at i tiden efter offentliggørelsen af børsprospektet fik selskabet negativ presseomtale, men at selskabet dog ikke konstaterede en nedgang i antallet af bookede billetter.

Selskabet oplyste endvidere, at selskabet kendte antallet af befordrede passagerer og antallet af bookede billetter på ugebasis. Prisen pr. billet kendte selskabet først ultimo måneden efter.

Ifølge selskabets redegørelse kunne selskabet på baggrund af oplysningerne indeholdt i to konkurrenters offentliggjorte trafiktal for november offentliggjort medio december konstatere, at der tilsyneladende var et generelt fald i den gennemsnitlige billetpris i november, hvilket gav anledning til overvejelser om såvel november/december som det generelle forventningsbillede for resten af regnskabsåret 2009/10.

Det fremgik således af selskabets redegørelse, at justeringen af forventningerne i halvårsrapporten var baseret på et konstateret svagt passagerantal i november 2009, som ifølge selskabets oplysninger kunne konstateres af selskabet primo december, et forventet svagt passagerantal i december 2009, en forventet lavere gennemsnitlig billetpris for november og december 2009 baseret på de af konkurrenterne udmeldte tal og egne indledende estimater, samt et forventet normaliseret passagerantal og billetprinsniveau i 2010.

I sin redegørelse oplyste selskabet også, at ved offentliggørelsen af selskabsmeddelelsen i slutningen af november kunne selskabet ikke konstatere nogen nedgang i antallet af bookede billetter (ordreindgangen). Selskabet oplyste endvidere, at der var forskel på antallet af bookinger og antallet af passagerer, og at det var sidstnævnte, der var primært bestemmende for omsætningen for en given periode. Der kunne være stor forskel på antallet af bookede billetter i en periode, idet en betydelig del af billetterne booket i en given periode vedrørte befording på et andet tidspunkt.

Det fremgik endvidere af selskabets redegørelse, at formålet med selskabsmeddelelsen i slutningen af november var at adressere mediernes skriverier om, at forbrugerne havde mistet tilliden til selskabet og ikke turde booke sine billetter hos det, og at det afgørende således ikke var hvilken periode billetterne blev bestilt/booket til, men alene om forbrugerne havde tillid til selskabet og dermed bestilte/bookede sine billetter.

På baggrund af selskabets oplysninger måtte børsen lægge til grund, at selskabet på tidspunktet for offentliggørelsen af selskabsmeddelelsen i slutningen af november ikke var klar over, at det ville blive nødvendigt at nedjustere omsætningsforventningerne blandt andet på grund af lavere omsætning i november.

Børsen havde ikke grundlag for at konkludere, at selskabet havde overtrådt børsens regler.

Børsen fandt dog anledning til at bemærke følgende:

På tidspunktet for offentliggørelsen af selskabsmeddelelsen i slutningen af november var halvårsperioden afsluttet. Når et selskab mere end tre uger efter, at en regnskabsperiode er afsluttet offentliggør en selskabsmeddelelse, hvori selskabet forholder sig til sine forventninger til fremtiden, må markedet forvente, at der er sikkerhed for, at selskabet har overblik over sine forventninger. Af selskabets redegørelse fremgik det, at der på tidspunktet for offentliggørelsen af selskabsmeddelelsen ikke var præcist kendskab til omsætningen for november, men at der ikke syntes at være en ændret forbrugeradfærd, der kunne forårsage en ændret omsætning.

Børsen finder det beklageligt, at selskabet offentliggjorde en meddelelse i slutningen af november, hvori selskabets forventninger til omsætningen blev fastholdt, når det sidenhen viste sig, at selskabet måtte foretage en nedjustering, der netop blandt andet relaterede sig til omsætningen i november.

På baggrund af selskabets oplysninger syntes selskabet i sin kommunikation at have været fokuseret på kommunikationen i relation til forbrugerne. Børsen fandt således anledning til at gøre opmærksom på, at selskabet fremover skulle være påpasselig med at give relevant og tydelig information til børsmarkedet.

På baggrund af det oplyste fandt børsen også anledning til at gøre selskabet opmærksom på at være påpasselig med at give oplysninger om forventninger, der alene er baseret på passagerantal, når prisen for billetterne er en afgørende parameter.

Endelig fandt børsen anledning til at påpege det uheldige i, at det var nødvendigt at nedjustere forventningerne for det indeværende regnskabsår så kort tid efter introduktionen på børsen.

## 2.6. Meddelelse om muligt overtagelsestilbud som følge af lækage

Det fremgik af en artikel i en avis, at et udenlandsk selskab ville afgive et købstilbud på et selskab optaget til handel på NASDAQ OMX Copenhagen A/S (børsen). Selskabet offentliggjorde dagen efter en selskabsmeddelelse, hvori selskabet bekræftede, at der pågik drøftelser med det udenlandske selskab vedrørende en mulig overtagelse.

Det fremgår af kommentarerne til Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen pkt. 3.1.1, at et selskab skal sikre, at alle markedsdeltagere har lige adgang til kursrelevante oplysninger om selskabet. Selskabet skal desuden sikre, at oplysningerne behandles fortroligt, og at ingen uvedkommende får adgang til sådanne oplysninger, før de er offentliggjort. Kursrelevante oplysninger må således ikke gives til analytikere, journalister eller andre, hverken individuelt eller i grupper, uden at sådanne oplysninger samtidig offentliggøres til markedet.

Endvidere fremgår det af Regler for udstedere af aktier pkt. 3.1.4, at hvis et selskab opdager, at kursrelevante oplysninger er lækket før offentliggørelsen, skal selskabet offentliggøre en meddelelse herom.

På baggrund af overstående anmodede børsen selskabet om at redegøre for, om selskabet var bekendt med, at der var blevet videregivet oplysninger, som ikke var offentliggjort, herunder hvorledes en dansk avis kunne have kendskab til denne information.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at selskabet straks udsendte en selskabsmeddelelse, da man blev bekendt med, at en avis havde fået kendskab til de drøftelser, som pågik. Endvidere fremgik det af selskabets redegørelse at selskabet ikke var bekendt med, at nogen i eller uden for selskabet på noget tidspunkt havde videregivet oplysninger om drøftelserne mellem selskabet og det udenlandske selskab, herunder til avisen.

Selskabet fremsendte endvidere kopier af selskabets og dets rådgiveres insiderlister.

På denne baggrund fandt børsen ikke anledning til at konkludere, at selskabet havde overtrådt børsens regler.

## 2.7. Ikke-kursrelevante informationer, som offentliggøres i en selskabsmeddelelse

Et selskab offentliggjorde en selskabsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at selskabet på en konference arrangeret af en relateret organisation ville offentliggøre beskrivelser af resultaterne fra enkelte af selskabets studier, og at der i den forbindelse nu var en række informationer angivet i selskabsmeddelelsen tilgængelige på organisationens hjemmeside.

Allerede dagen før selskabsmeddelelsen kunne man på organisationens hjemmeside læse ordret den samme information, som fremgik af selskabsmeddelelsen.

På et investorsite kunne man knap et kvarter forud for selskabsmeddelelsen læse, at selskabet ville offentliggøre en præsentationstekst i en selskabsmeddelelse på det pågældende tidspunkt.

Umiddelbart efter offentliggørelsen af selskabsmeddelelsen steg kursen under øget handelsaktivitet, hvorefter den igen faldt tilbage til nogenlunde samme kursniveau.

Det fremgår af 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen A/S, at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre kursrelevante oplysninger, såfremt disse oplysninger direkte vedrører selskabet.

Det fremgår endvidere af kommentaren til pkt. 3.1.1, at et selskab skal sikre, at alle markedsdeltagere har lige adgang til kursrelevante oplysninger om selskabet. Selskabet skal desuden sikre, at oplysningerne behandles fortroligt, og at ingen uvedkommende får adgang til sådanne oplysninger, før de er offentliggjort. Kursrelevante oplysninger må således ikke gives til analytikere, journalister eller andre, hverken individuelt eller i grupper, uden at sådanne oplysninger samtidig offentliggøres til markedet.

På baggrund af ovenstående anmodede børsen selskabet om at redegøre for forløbet i forbindelse med offentliggørelsen af den pågældende selskabsmeddelelse.

Selskabet oplyste, at det var bekendt med, at organisationen den pågældende dag på sin hjemmeside ville offentliggøre summariske beskrivelser af resultaterne fra enkelte af selskabets studier.

Det fremgik endvidere af selskabets redegørelse, at det var selskabets vurdering, at de beskrivelser, som ville blive gengivet på organisationens hjemmeside, ikke indeholdt kursrelevante informationer. Denne vurdering blev efter selskabets oplysninger foretaget på baggrund af en nøje gennemgang af de pågældende oplysninger og overvejelser omkring betydningen heraf for selskabets forhold. Der blev i vurderingen lagt vægt på, at oplysningerne på organisationens hjemmeside havde karakter af at være markedsføring for den kommende konference.

Endvidere fulgte det af selskabets redegørelse, at selskabets udenlandske partner havde henvendt sig til selskabet med et ønske om, at de skulle søge at fremme opmærksomheden om deltagelsen på organisationens konference ved at offentliggøre indholdet af de på hjemmesiden offentliggjorte oplysninger. Det blev således aftalt at sende en meddelelse ud på et nærmere bestemt tidspunkt indeholdende materialet fra organisationens hjemmeside.

Selskabet oplyste endvidere, at da det forud for selskabsmeddelelsen samme dag modtog en række eksterne henvendelser om hvilke posters selskabet var involveret i på konferencen, oplyste selskabet, at det ville udsende en oversigt over de relevante posters på det pågældende tidspunkt. Selskabet bemærkede i den forbindelse, at forespørgslen alene blev besvaret, idet det var selskabets opfattelse, at den pågældende meddelelse ikke havde noget kurspåvirkende indhold.

Kursrelevante oplysninger skal offentliggøres. Det forudsættes ved offentliggørelsen af en selskabsmeddelelse, at selskabets ledelse har vurderet meddelelsens indhold og besluttet, at der er tale om kursrelevante oplysninger, som derfor offentliggøres som sådanne.

Såfremt et selskab vurderer, at en information ikke er kursrelevant, men af visse omstændigheder alligevel beslutter at offentliggøre en selskabsmeddelelse om forholdet, skal selskabet som udgangspunkt også behandle informationen som kursrelevant, hvilket blandt andet indebærer, at ingen andre må få adgang til informationen, før den er offentliggjort.

Umiddelbart efter offentliggørelsen af selskabsmeddelelsen steg kursen på selskabets aktier under øget handelsaktivitet, hvorefter den igen faldt tilbage til nogenlunde samme kursniveau. Det kunne ikke udelukkes, at det var det faktum, at der kom en selskabsmeddelelse, der øgede handelsaktiviteten og fik kursen til at stige kortvarigt, og således ikke selve indholdet af selskabsmeddelelsen.

På baggrund heraf og af selskabets oplysninger lagde børsen til grund, at oplysningerne i selskabsmeddelelsen ikke var kursrelevante og således ikke omfattet af Regler for udstedere af aktier punkt 3.1.1.

Børsen beklagede over for selskabet, at det ved offentliggørelsen og formuleringen af selskabsmeddelelsen gav indtryk af, at der var tale om kursrelevante oplysninger, når dette ikke var tilfældet, og at selskabet heller ikke behandlede disse oplysninger som sådanne.

Børsen beklagede desuden over for selskabet, at dets egen vurdering af informationerne i meddelelsen og betydningen heraf ikke fremgik af den.

## 2.8. Tidspunkt for offentliggørelse af årsrapport

Et selskab offentliggjorde sin årsrapport, før aktiemarkedet åbnede den pågældende dag. Det fremgik af årsrapporten, at bestyrelsen på sit møde dagen før offentliggørelsen havde godkendt regnskabet.

Årsrapporten blev offentliggjort inden for tre måneder efter udløbet af regnskabsperioden, hvorved offentliggørelse af en årsregnskabsmeddelelse ikke var påkrævet.

Det fremgår af punkt 3.1.3 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen, at alle forhold omfattet af selskabets oplysningspligt skal offentliggøres hurtigst muligt, medmindre andet er særlig bestemt. Dette indebærer, at offentliggørelse af årsrapporter og delårsrapporter skal offentliggøres i umiddelbar forlængelse af det bestyrelsesmøde, hvor årsrapporten eller delårsrapporten godkendes.

På baggrund af overstående anmodede børsen selskabet om at redegøre for forløbet frem til offentliggørelsen af årsrapporten.

Selskabet oplyste, at der blev afholdt bestyrelsesmøde i selskabet om eftermiddagen og om aftenen, hvorpå selskabets årsrapport blev behandlet. Bestyrelsesmødet sluttede først sidst på aftenen dagen før offentliggørelsen.

Selskabet oplyste endvidere, at bestyrelsen ved behandlingen af årsrapporten indgående havde drøftet en række centrale punkter i denne, heriblandt indholdet af regnskabsmeddelelsen og forventningerne til regnskabsåret, ligesom bestyrelsen havde haft flere bemærkninger og ændringsforslag, som blev indarbejdet i årsrapporten i løbet af samme aften.

Det fremgik endvidere af selskabets redegørelse, at indarbejdelse af ændringer i årsrapporten med korrekturgennemgang og konsekvensrettelser til følge var en omfattende og tidskrævende proces, der tidligere havde medført, at årsrapporten først havde været endelig og klar til offentliggørelse næste morgen.

Selskabet bemærkede desuden, at bestyrelsesmødet sluttede lang tid efter, at handlen lukkede på NASDAQ OMX Copenhagen, og at årsrapporten blev offentliggjort i god tid, inden handlen åbnede.

På baggrund af selskabets oplysninger lagde børsen til grund, at selskabets årsrapport blev godkendt om aftenen, men at der efterfølgende på bestyrelsens foranledning skulle ske en række ændringer af årsrapporten, før den kunne offentliggøres. Offentliggørelsen af årsrapporten skete efter selskabets oplysninger hurtigst muligt efter ændringerne.

På denne baggrund fandt børsen ikke anledning til at konkludere, at selskabet havde overtrådt børsens regler.

Børsen fandt anledning til at bemærke, at det forhold, at det fremgik, at årsrapporten var blevet behandlet dagen før offentliggørelsen, kunne give indtryk af, at årsrapporten ikke blev offentliggjort hurtigt muligt.

## 2.9. Tidspunkt for offentliggørelse af delårsrapport

Et selskab offentliggjorde sin delårsrapport, før aktiemarkedet åbnede den pågældende dag. Det fremgik af delårsrapporten, at bestyrelsen på sit møde dagen før offentliggørelsen havde godkendt regnskabet.

Det fremgår af punkt 3.1.3 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX Copenhagen, at alle forhold omfattet af selskabets oplysningspligt skal offentliggøres hurtigst muligt, medmindre andet er særlig bestemt. Dette indebærer, at offentliggørelse af årsrapporter og delårsrapporter skal offentliggøres i umiddelbar forlængelse af det bestyrelsesmøde, hvor årsrapporten eller delårsrapporten godkendes.

På baggrund af overstående anmodede børsen selskabet om at redegøre for forløbet frem til offentliggørelsen af delårsrapporten.

Selskabet oplyste, at der blev afholdt bestyrelsesmøde i selskabet dagen før offentliggørelsen, hvor udkast til delårsrapporten blev fremlagt for bestyrelsen til drøftelse.

Selskabet oplyste videre, at bestyrelsen havde bemyndiget formanden til i samarbejde med direktionen at færdiggøre udkastet til delårsrapport med de bemærkninger, som bestyrelsen havde haft til udkastet under mødet, og derefter offentliggøre rapporten.

På baggrund af selskabets oplysninger lagde børsen til grund, at selskabets delårsrapport blev godkendt om aftenen, men at der efterfølgende på bestyrelsens foranledning skulle ske en række ændringer af delårsrapporten, før den kunne offentliggøres, og at dette skete hurtigst muligt herefter.

På denne baggrund fandt børsen ikke anledning til at konkludere, at selskabet havde overtrådt børsens regler.

Børsen fandt anledning til at bemærke, at det forhold, at det fremgik, at delårsrapporten var blevet behandlet dagen før offentliggørelsen, kunne give indtryk af, at delårsrapporten ikke blev offentliggjort hurtigt muligt.

## 2.10. Udstedelse af tegningsretter

Et selskab offentliggjorde at bestyrelsen på et møde 1½ måned tidligere havde besluttet at tildele tegningsretter til direktion og medarbejdere. NASDAQ OMX København A/S (børseren) kontaktede telefonisk selskabet vedrørende meddelelsen. Selskabet oplyste, at det var selskabets opfattelse, at selskabsmeddelelsen blot skulle udsendes inden årets udgang.

Det fremgår af punkt 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX København A/S (Børseren), at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre kursrelevante oplysninger, såfremt disse oplysninger direkte vedrører selskabet.

Det fremgår endvidere af punkt 3.1.3 i Regler for udstedere af aktier, at alle forhold omfattet af selskabets oplysningspligt skal offentliggøres hurtigst muligt, medmindre andet er særlig bestemt.

Yderligere fremgår det af punkt 3.3.6 i Regler for udstedere af aktier, at et selskab skal offentliggøre enhver beslutning om at indføre aktie-baserede aflønningsprogrammer. Meddelelsen skal indeholde oplysninger om de væsentligste betingelser for programmet.

Børsen anmodede på denne baggrund selskabet om at redegøre for forløbet omkring udsendelsen af selskabsmeddelelsen, herunder valg af tidspunkt for udsendelse af selskabsmeddelelsen.

Af selskabets redegørelse fremgik dels, at det som følge af en ændring af Ligningsloven var usikkert hvordan udstedelsen af tegningsretterne ville blive behandlet skattemæssigt for de pågældende medarbejdere og selskabet og dels at den endelige fastsættelse af tegningskursen ville ske på baggrund af gennemsnitskursen i en nærmere bestemt periode, hvorfor den endelige udstedelse måtte afvente udløbet af denne periode.

Det fremgik videre af redegørelsen, at bestyrelsen på baggrund af disse to forhold erklærede sig enig i principperne i vilkårene for udstedelsen af tegningsretterne, men besluttede at bemyndige bestyrelsens formandskab til at træffe den endelige beslutning om udstedelse af tegningsretterne, når ovenstående forhold var afklaret. Selskabet besluttede at anmode Skatterådet om et bindende svar for at få afklaret medarbejdernes skattemæssige stilling ved udstedelsen af tegningsretterne. Da svaret fra Skatterådet forelå en god måned senere, fastlagde selskabet derefter, efter samråd med selskabets skatterådgiver, vilkårene for udstedelsen af tegningsretterne, herunder formuleringen af de dertil knyttede rettigheder og forpligtelser.

Formandskabet for selskabets bestyrelse ratificerede herefter, hvilket var ca. 1½ måned efter bestyrelsesmødet, bestyrelsens beslutning om udstedelse af tegningsretter, ligesom den endelige fastsættelse af tegningskursen kunne ske på baggrund af gennemsnitskursen i perioden forud for formandskabets møde. Samme dag udsendte selskabet en selskabsmeddelelse herom.

Børsen fandt det beklageligt, at formuleringen af selskabets meddelelse kunne give det indtryk, at den endelige beslutning om udstedelse af tegningsretter blev truffet på bestyrelsesmødet ca. 1½ måned forud for offentliggørelsen af selskabsmeddelelsen.

Børsen bemærkede, at det forhold, at kursen fastsættes på baggrund af en gennemsnitskurs, ikke i sig selv medfører, at der ikke skal ske offentliggørelse straks efter bestyrelsens beslutning om den aktiebaserede aflønning. I et sådan tilfælde vil det være tilstrækkeligt at oplyse principperne for kursfastsættelsen i forbindelse med offentliggørelsen. I modsat fald ville offentliggørelse af en beslutning om aktiebaseret aflønning kunne komme til at afvente unødigt lang tid.

## 2.11. Ansættelse af ny administrerende direktør

Et selskab offentliggjorde en selskabsmeddelelse om, at bestyrelsen havde ansat en ny administrerende direktør i selskabet.

Endnu inden meddelelse herom var offentliggjort fremgik det i medierne, hvem selskabet havde ansat som ny administrerende direktør.



Det fremgår af punkt 3.1.1 i Regler for udstedere af aktier på NASDAQ OMX København A/S (børsen), at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre kursrelevante oplysninger, såfremt disse oplysninger direkte vedrører selskabet.

Det fremgår endvidere af punkt 3.1.3 i Regler for udstedere af aktier, at alle forhold omfattet af selskabets oplysningspligt skal offentliggøres hurtigst muligt, medmindre andet er særlig bestemt. Det fremgår af punkt 3.3.5 i Regler for udstedere af aktier, at forslag til ændringer og faktiske ændringer i selskabets bestyrelse skal offentliggøres. Alle andre væsentlige ændringer i selskabets ledelse, herunder, men ikke begrænset til, den administrerende direktør skal ligeledes offentliggøres.

Børsen anmodede på denne baggrund selskabet om at redegøre for forløbet forud for offentliggørelse af selskabsmeddelelsen, herunder oplyse hvem, der var i besiddelse af information vedrørende forhandlingerne med personen samt en tilkendegivelse af, hvordan informationerne kan være tilgået medierne forud for selskabets udsendelse af selskabsmeddelelse herom.

Af selskabets redegørelse fremgik, at selskabet ingen viden eller formodning har om, hvordan rygterne om navnet på den ny administrerende direktør kunne komme i medierne forud for offentliggørelsen.

Det fremgik videre, at rygterne i det konkrete tilfælde fik selskabet til at fremskynde forhandlingsprocessen. Da kontrakten var underskrevet blev selskabsmeddelelsen straks afsendt.

Endelig fremgik det, at de eneste, der var bekendt med forhandlingerne var bestyrelsens medlemmer.

Efter Børsens opfattelse var der i dette tilfælde ikke tale om rygter, men om en egentlig lækage, idet oplysningerne i medierne forud for offentliggørelsen var sande og Børsen henledte derfor opmærksomheden på punkt 3.1.4 i Regler for udstedere af aktier, hvoraf det fremgår at, såfremt kursrelevante oplysninger er lækket før offentliggørelsen, skal selskabet offentliggøre en meddelelse herom. Af kommentaren til bestemmelsen fremgår, at et selskab ikke er forpligtet til at kommentere løse rygter eller andre upræcise eller vildledende oplysninger fra tredjepart.

På baggrund af selskabets redegørelse lagde Børsen til grund, at selskabet samme dag som selskabet indgik aftalen med personen om at tiltræde stillingen som administrerende direktør hurtigst muligt offentliggjorde en selskabsmeddelelse herom.

På denne baggrund fandt Børsen ikke anledning til at konkludere, at selskabet havde overtrådt Børsens regler, men Børsen fandt det beklageligt, at selskabet ikke havde været i stand til at holde oplysningerne inden for en snæver kreds.

# III. FIRST NORTH

## 1. PÅTALER

### 1.1. Manglende offentliggørelse af årsrapport

*(adServing International A/S)*

Børsen konstaterede, at et selskab optaget til handel på First North ikke havde offentliggjort årsrapport 2008/2009 via First North efter udløbet af fristen herfor. Årsrapporten var tilgængelig på selskabets hjemmeside.

Det fremgår af Regelsæt for First North pkt. 4.1 (a), at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre enhver beslutning, som selskabet træffer, samt information om forhold vedrørende selskabet, som kan antages at få væsentlig betydning for kursen på selskabets finansielle instrumenter.

Det fremgår endvidere af pkt. 4.2 (a), at offentliggørelse af oplysninger skal ske hurtigst muligt, dvs. i direkte forlængelse af vedtagelse af en beslutning, et valg eller andre forhold, som selskabet bliver bekendt med. Oplysningerne skal være korrekte, relevante og pålidelige og må ikke udelade forhold, som kan antages at påvirke vurderingen af disse oplysninger.

Det fremgår endvidere af Regelsæt for First North pkt. 4.6 (a), at efter selskabets bestyrelse har godkendt årsregnskabet, skal selskabet straks offentliggøre en regnskabsmeddelelse indeholdende de væsentligste oplysninger fra den kommende årsrapport.

Det fremgår endvidere af pkt. 4.7, at selskabet skal offentliggøre revisors påtegning hurtigst muligt efter, at selskabet har modtaget denne.

Børsen anmodede på denne baggrund selskabet om at offentliggøre selskabets årsrapport 2008/2009 via First North hurtigst muligt. Børsen anmodede endvidere selskabet om at redegøre for, hvorfor selskabets årsrapport og årsregnskabsmeddelelse 2008/2009 ikke var offentliggjort via First North.

Selskabet offentliggjorde efterfølgende selskabets årsrapport 2008/2009 i overensstemmelse med reglerne på First North.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at selskabets årsrapport ved en fejl ikke blev offentliggjort via First North.

Uanset at selskabets årsrapport var tilgængelig på selskabets hjemmeside, skal denne offentliggøres via First North. Børsen påtalte på denne baggrund over for selskabet, at selskabet ikke offentliggjorde selskabets årsrapport 2008/2009 indeholdende revisors påtegning via First North hurtigst muligt efter selskabets bestyrelse havde godkendt årsregnskabet, jf. Regelsæt for First North pkt. 4.6 (a) hhv. pkt. 4.7.

## 1.2. Manglende offentliggørelse af årsrapport

*(Eik Bank – Certified Adviser for adServing International A/S)*

Børsen konstaterede, at et selskab optaget til handel på First North ikke havde offentliggjort årsrapport 2008/2009 via First North efter udløbet af fristen herfor. Årsrapporten var tilgængelig på selskabets hjemmeside.

Det fremgår af Regelsæt for First North pkt. 4.1 (a), at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre enhver beslutning, som selskabet træffer, samt information om forhold vedrørende selskabet, som kan antages at få væsentlig betydning for kursen på selskabets finansielle instrumenter.

Det fremgår endvidere af pkt. 4.2 (a), at offentliggørelse af oplysninger skal ske hurtigst muligt, dvs. i direkte forlængelse af vedtagelse af en beslutning, et valg eller andre forhold, som selskabet bliver bekendt med. Oplysningerne skal være korrekte, relevante og pålidelige og må ikke udelade forhold, som kan antages at påvirke vurderingen af disse oplysninger.

Det fremgår endvidere af Regelsæt for First North pkt. 4.6 (a), at efter selskabets bestyrelse har godkendt årsregnskabet, skal selskabet straks offentliggøre en regnskabsmeddelelse indeholdende de væsentligste oplysninger fra den kommende årsrapport.

Det fremgår endvidere af pkt. 4.7, at selskabet skal offentliggøre revisors påtegning hurtigst muligt efter, at selskabet har modtaget denne.

Ifølge Regelsæt for First North punkt 5.2 skal et selskabs Certified Adviser bl.a. monitorere, at selskabet opfylder sine oplysningsforpligtelser på First North, samt rådgive, støtte og opdatere selskabet om dets forpligtelser på First North.

Dette betyder bl.a., at Certified Adviser er forpligtet til aktivt at have løbende kontakt til selskabet samt at holde sig orienteret om selskabets aktiviteter. Certified Adviser skal således deltage aktivt i processen omkring selskabets regnskabsaflæggelse. Børsen forudsætter således, at en Certified Adviser for at overholde sin forpligtelse blandt andet i forbindelse med selskabets regnskabsaflæggelse har en tæt kontakt både om indholdet og rettidigheden af kommunikationen til markedet. Dette er naturligvis vigtigere i de situationer, hvor der opstår særlige problemstillinger, som kan være vanskelige at håndtere for selskabet.

Børsen anmodede Certified Adviser om at foranledige, at selskabets årsrapport 2008/2009 blev offentliggjort via First North hurtigst muligt. Børsen anmodede endvidere Certified Adviser om en redegørelse for baggrunden for, at selskabets årsrapport og årsregnskabsmeddelelse 2008/2009 ikke var offentliggjort via First North.

Selskabet offentliggjorde efterfølgende selskabets årsrapport 2008/2009 i overensstemmelse med reglerne på First North.

Det fremgik af Certified Adviser's redegørelse, at Certified Adviser ikke kontrollerede, om offentliggørelse foregik korrekt.

Uanset at selskabets årsrapport var tilgængelig på selskabets hjemmeside, skal denne offentliggøres via First North. Børsen påtalte på denne baggrund over for Certified Adviser, at denne i sin egenskab af Certified Adviser for selskabet ikke sikrede, at selskabet offentliggjorde årsrapport 2008/2009 indeholdende revisors påtegning via First North hurtigst muligt efter selskabets bestyrelse havde godkendt årsregnskabet, jf. Regelsæt for First North pkt. 5.2.

### 1.3. Forventninger i et prospekt ikke offentliggjort i en selskabsmeddelelse

*(European Wind Investment A/S)*

Et selskab offentliggjorde en selskabsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at selskabet forventede, at et tidligere offentliggjort prospekts budgettal også ville blive de faktiske regnskabstal ved årets afslutning.

Selskabet havde forinden offentliggjort et prospekt udarbejdet med henblik på gennemførelse af en rettet emission. Prospektet indeholdte budgettal for perioden 2010 til 2030. Information herom var ikke tidligere offentliggjort.

Selskaber optaget til handel skal løbende informere markedet om væsentlige forhold, der kan være kursrelevante. Det betyder, at et prospekt offentliggjort fra et selskab, der allerede er optaget til handel, som udgangspunkt ikke kan indeholde ny væsentlig information, som ikke tidligere er offentliggjort, da dette løbende skal offentliggøres som følge af selskabets oplysningspligt. I det omfang det på trods heraf forventes, at et prospekt indeholder væsentlig information, som ikke tidligere har været offentliggjort, skal informationen offentliggøres i en separat meddelelse forud for eller senest samtidig med offentliggørelsen af prospektet.

Dette fremgik også af NASDAQ OMX Copenhagen A/S' (børsens) brev til selskabet i forbindelse med emissionen forud for offentliggørelsen af prospektet.

Selskabsmeddelelsen offentliggjort af selskabet i forbindelse med prospektet gav ikke oplysning om kursrelevante forhold, der ikke tidligere var offentliggjort, og som fremgik af prospektet.

Det fremgår af Regelsæt for First North pkt. 4.1 (a), at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre enhver beslutning, som selskabet træffer, samt information om forhold vedrørende selskabet, som kan antages at få væsentlig betydning for kursen på selskabets finansielle instrumenter.

Børsen anmodede på denne baggrund selskabet om blandt andet at redegøre for baggrunden for, at budgettallene ikke blev offentliggjort i en selskabsmeddelelse, og hvilke overvejelser selskabet havde gjort sig i forbindelse hermed.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at selskabet havde betragtet prospektet som en enhed, som skulle godkendes i sin helhed af Finanstilsynet. Budgettallene var udarbejdet med henblik på – og under forudsætning af – udbuddets gennemførelse, hvorfor selskabet ikke havde tænkt i de baner eller overvejet at offentliggøre budgettallene, som alene ville blive en realitet, såfremt udbuddet blev gennemført.

Det fremgik endvidere, at budgettallene beklageligvis ikke var offentliggjort i en separat meddelelse forud for prospektets offentliggørelse. Selskabet oplyste, at selskabet havde noteret og taget dette til efterretning, således at selskabet er opmærksomt herpå i fremtiden.

Det var børsens opfattelse, at budgettallene i hvert fald for 2010 var af kursrelevant karakter, og at disse således skulle have været offentliggjort senest samtidigt med udsendelsen af prospektet.

Børsen påtalte på denne baggrund, at selskabet ikke offentliggjorde budgettallene i hvert fald for 2010 i en selskabsmeddelelse forud for offentliggørelsen af prospektet, jf. Regelsæt for First North pkt. 4.1 (a).

## 1.4. Forventninger i et prospekt ikke offentliggjort i en selskabsmeddelelse

*(Advizer - Certified Adviser for European Wind Investment A/S)*

Et selskab offentliggjorde en selskabsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at selskabet forventede, at et tidligere offentliggjort prospekts budgettal også ville blive de faktiske regnskabstal ved årets afslutning.

Selskabet havde forinden offentliggjort et prospekt udarbejdet med henblik på gennemførelse af en rettet emission. Prospektet indeholdte budgettal for perioden 2010 til 2030. Information herom var ikke tidligere offentliggjort.

Selskaber optaget til handel skal løbende informere markedet om væsentlige forhold, der kan være kursrelevante. Det betyder, at et prospekt offentliggjort fra et selskab, der allerede er optaget til handel, som udgangspunkt ikke kan indeholde ny væsentlig information, som ikke tidligere er offentliggjort, da dette løbende skal offentliggøres som følge af selskabets oplysningspligt. I det omfang det på trods heraf forventes, at et prospekt indeholder væsentlig information, som ikke tidligere har været offentliggjort, skal informationen offentliggøres i en separat meddelelse forud for eller senest samtidig med offentliggørelsen af prospektet.

Dette fremgik også af NASDAQ OMX Copenhagen A/S' (børsens) brev til selskabet i forbindelse med emissionen forud for offentliggørelsen af prospektet.

Selskabsmeddelelsen offentliggjort af selskabet i forbindelse med prospektet gav ikke oplysning om kursrelevante forhold, der ikke tidligere var offentliggjort, og som fremgik af prospektet.

Det fremgår af Regelsæt for First North pkt. 4.1 (a), at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre enhver beslutning, som selskabet træffer, samt information om forhold vedrørende selskabet, som kan antages at få væsentlig betydning for kursen på selskabets finansielle instrumenter.

Ifølge Regelsæt for First North punkt 5.2 skal et selskabs Certified Adviser bl.a.

- Monitorere, at selskabet i forbindelse med optagelsen og efterfølgende opfylder adgangskravene på First North.
- Monitorere, at selskabet opfylder sine oplysningsforpligtelser på First North.
- Rådgive, støtte og opdatere selskabet om dets forpligtelser på First North.
- Straks kontakte børsen, hvis selskabet overtræder Regelsæt for First North.

Børsen anmodede Certified Adviser om blandt andet at redegøre for, hvorledes Certified Adviser i sin egenskab af Certified Adviser for selskabet havde monitoreret det forhold, at såfremt der var væsentlig ny information i prospektet, skal dette offentliggøres i en separat meddelelse forud for eller senest samtidig med offentliggørelsen af prospektet.

Det fremgik af redegørelsen fra Certified Adviser, at budgettallene løbende var blevet udarbejdet og justeret igennem prospektfasen. Det fremgik endvidere, at da budgettet i høj grad hang sammen med det samlede aftalegrundlag for selskabet og dets virksomhed, havde Certified Adviser vurderet, at det ikke dagen før offentliggørelsen af prospektet ville tilføre markedet væsentlig værdi at få oplyst budgettallene uden samtidig at modtage information vedrørende det samlede setup omkring selskabet. Det var således Certified Adviser vurdering, at offentliggørelse af budgettallene dagen før offentliggørelsen af prospektet snarere ville skabe forvirring end forståelse.

Endelig fremgik det af redegørelsen, at det ikke var Certified Advisers vurdering, at der var andre kursrelevante oplysninger i prospektet, der ikke tidligere havde været offentliggjort.

Det var Børsens opfattelse, at budgettallene i hvert fald for 2010 var af kursrelevant karakter, og at disse således skulle have været offentliggjort senest samtidigt med udsendelsen af prospektet.

Børsen påtalte på denne baggrund overfor Certified Adviser, at denne i sin egenskab af Certified Adviser for selskabet ikke sikrede, at selskabet offentliggjorde budgettallene i hvert fald for 2010 i en selskabsmeddelelse forud for offentliggørelsen af prospektet, jf. Regler for First North, punkt 5.2.

## 1.5. Manglende offentliggørelse af revisionspåtegning

*(KIF Håndbold Elite A/S)*

Børsen konstaterede, at et selskab optaget til handel på First North ikke havde offentliggjort revisors modificerede påtegning hurtigst muligt efter, at selskabet havde modtaget denne.

Det fremgår af Regelsæt for First North pkt. 4.1 (a), at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre enhver beslutning, som selskabet træffer, samt information om forhold vedrørende selskabet, som kan antages at få væsentlig betydning for kursen på selskabets finansielle instrumenter.

Det fremgår endvidere af pkt. 4.7, at selskabet skal offentliggøre revisors modificerede påtegning hurtigst muligt efter, at selskabet har modtaget denne.

Børsen anmodede på denne baggrund selskabet om at redegøre for, hvorfor selskabets årsregnskabsmeddelelse ikke indeholdt revisors supplerende oplysninger vedrørende forhold i regnskabet som fremgik af årsrapporten som den blev offentliggjort efterfølgende.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at revisorens kommentar ikke var medtaget i årsregnskabsmeddelelsen, da selskabet havde vurderet, at ledelsen allerede havde udtrykt en lignende usikkerhed i beretningen.

Af pkt. 4.7 i Regelsæt for First North fremgår, at selskabet skal offentliggøre enhver revisionspåtegning, som er "qualified". Dette indebærer, at en revisionspåtegning der er modificeret, eller ikke er i et standardformat, skal offentliggøres. En revisionspåtegning anses for modificeret eller ikke i standardformat, hvis revisor har forsynet påtegningen med en supplerende oplysning, eller hvis revisor ikke kan udtrykke en konklusion uden forbehold, hvis der er tale om en afkræftende konklusion, eller hvis en konklusion ikke kan udtrykkes.

Uanset at ledelsen har udtrykt hele eller dele af den usikkerhed i ledelsesberetningen, som revisoren gør opmærksom på i sin påtegning, skal revisors supplerende oplysning i påtegningen således offentliggøres hurtigst muligt. Børsen påtalte på denne baggrund over for selskabet, at selskabet ikke offentliggjorde revisors modificerede påtegning via First North hurtigst muligt efter, at selskabet havde modtaget denne, jf. Regelsæt for First North pkt. 4.7.

## 1.6. Manglende offentliggørelse af revisionspåtegning

*(Sydbank – Certified Adviser for KIF Håndbold Elite A/S)*

Børsen konstaterede, at et selskab optaget til handel på First North ikke havde offentliggjort revisors modificerede påtegning hurtigst muligt efter, at selskabet havde modtaget denne.

Det fremgår af pkt. 4.7, at selskabet skal offentliggøre revisors modificerede påtegning hurtigst muligt efter, at selskabet har modtaget denne.

Ifølge Regelsæt for First North punkt 5.2 skal et selskabs Certified Adviser bl.a. monitorere, at selskabet opfylder sine oplysningsforpligtelser på First North, samt rådgive, støtte og opdatere selskabet om dets forpligtelser på First North.

Dette betyder bl.a., at Certified Adviser er forpligtet til aktivt at have løbende kontakt til selskabet samt at holde sig orienteret om selskabets aktiviteter. Certified Adviser skal således deltage aktivt i processen omkring selskabets regnskabsaflæggelse. Børsen forudsætter således, at en Certified Adviser for at overholde sin forpligtelse blandt andet i forbindelse med selskabets regnskabsaflæggelse har en tæt kontakt både om indholdet og rettidigheden af kommunikationen til markedet. Dette er naturligvis vigtigere i de situationer, hvor der opstår særlige problemstillinger, som kan være vanskelige at håndtere for selskabet.

Børsen anmodede Certified Adviser om at redegøre for, hvorfor selskabets årsregnskabsmeddelelse ikke indeholdt revisors supplerende oplysninger vedrørende forhold i regnskabet som fremgik af årsrapporten som den blev offentliggjort efterfølgende.

Det fremgik af Certified Advisers redegørelse, at indholdet af de supplerende oplysninger i regnskabet, efter Certified Advisers opfattelse, fremgik af årsregnskabsmeddelelsen idet denne indeholdt et langt og udførligt afsnit, som netop beskrev de usikkerheder, som revisor påpegede. Endvidere gjorde Certified Adviser gældende, at det ikke direkte fremgår af Regelsæt for First North, at supplerende oplysninger skal gives under benævnelsen "supplerende oplysninger".

Af pkt. 4.7 i Regelsæt for First North fremgår, at selskabet skal offentliggøre enhver revisionspåtegning, som er "qualified". Dette indebærer, at en revisionspåtegning der er modificeret, eller ikke er i et standardformat, skal offentliggøres. En revisionspåtegning anses for modificeret eller ikke i standardformat, hvis revisor har forsynet påtegningen med en supplerende oplysning, eller hvis revisor ikke kan udtrykke en konklusion uden forbehold, hvis der er tale om en afkræftende konklusion, eller hvis en konklusion ikke kan udtrykkes.

Uanset at ledelsen har udtrykt hele eller dele af den usikkerhed i ledelsesberetningen, som revisoren gør opmærksom på i sin påtegning, skal revisors supplerende oplysning i påtegningen således offentliggøres hurtigst muligt. Børsen påtalte på denne baggrund over for Certified Adviser, at denne i sin egenskab af Certified Adviser for selskabet ikke sikrede, at selskabet offentliggjorde revisors modificerede påtegning via First North hurtigst muligt efter, at selskabet havde modtaget denne, jf. Regelsæt for First North pkt. 5.2.

## 1.7. For sen offentliggørelse af årsrapport og for sen offentliggørelse af generalforsamlingsreferat

*(Athena IT-Group A/S)*

Børsen konstaterede, at et selskab optaget til handel på First North først dagen efter udløbet af 3 måneders fristen i pkt. 4.6 (c) i Regelsæt for First North offentliggjorde selskabets årsrapport, hvilket børsen anmodede selskabet om at redegøre for.

Selskabets Certified Adviser redegjorde på vegne af selskabet herfor. Det fremgik af redegørelsen, at Certified Adviser havde kontaktet First North med henblik på at drøfte udskydelse af offentliggørelse af selskabets årsregnskabsmeddelelse, idet selskabet var i gang med afsluttende forhandlinger vedrørende salg af nogle af selskabets aktiviteter og selskabet fandt det ikke kommercielt hensigtsmæssigt at offentliggøre en årsregnskabsmeddelelse inden forhandlingerne var endelig afsluttet, hvori selskabet var nødt til at orientere om disse forhandlinger. Dette ville give selskabet en uhensigtsmæssig forhandlingsposition i de afsluttende forhandlinger med køber.

På mundtlig forespørgsel kan børsen alene udtale sig om, hvorvidt et selskab kan ændre dets finanskalender. En overskridelse af 3 måneders fristen for offentliggørelse af et selskabs årsrapport ville have givet anledning til en skriftlig tilkendegivelse fra børsens side.

Børsen påtalte på denne baggrund over for selskabet, at selskabet ikke offentliggjorde selskabets årsregnskabsmeddelelse 2009/2010 inden for 3 måneders fristen, jf. Regelsæt for First North pkt. 4.6 (c).

Endvidere fandt børsen det beklageligt, at det ved en fejl af årsrapporten fremgik, at denne var godkendt på en dato, som lå forud for den ordinære generalforsamling.

Endeligt konstaterede børsen, at selskabet ikke havde offentliggjort beslutninger truffet på selskabets generalforsamling umiddelbart efter generalforsamlingens afslutning, jf. Regelsæt for First North pkt. 4.9 (b).

Certified Adviser redegjorde ligeledes herfor på selskabets vegne. Det fremgik af redegørelsen, at generalforsamlingen startede en fredag eftermiddag og først var afsluttet efter markedet lukkede. Da generalforsamlingen således sluttede efter markedets lukning, var det selskabets opfattelse, at selskabet havde levet op til sine oplysningsforpligtelser ved at offentliggøre referat fra generalforsamlingen inden markedets åbning den næste børsdag.

Kravet i pkt. 4.9 (b) i Regelsæt for First North om, at et selskab skal offentliggøre beslutninger truffet på generalforsamlingen umiddelbart efter generalforsamlingens afslutning indebærer efter børsens opfattelse, at disse som udgangspunkt skal offentliggøres samme dag som afholdelsen af generalforsamlingen.

Børsen påtalte på denne baggrund over for selskabet, at selskabet ikke umiddelbart efter generalforsamlingens afslutning offentliggjorde referatet derfra, jf. Regelsæt for First North pkt. 4.9 (b). Børsen bemærkede, at selskabets Certified Adviser havde rådgivet selskabet om pligten til at offentliggøre beslutninger fra generalforsamlingen i umiddelbar forlængelse af generalforsamlingens afslutning.

Børsen understregede vigtigheden af, at et selskab noteret på First North overholder Regelsæt for First North. Med henblik på at overholde dette regelsæt, rådgives hvert selskab af en Certified Adviser. Det er således vigtigt, at et selskab rådfører sig med dets Certified Adviser.



## 1.8. For sen offentliggørelse af årsrapport

*(Advizer K/S – Certified Adviser for Athena IT-Group A/S)*

Børsen konstaterede, at et selskab optaget til handel på First North først dagen efter udløbet af 3 måneders fristen i pkt. 4.6 (c) i Regelsæt for First North offentliggjorde selskabets årsrapport, hvilket børsen anmodede Certified Adviser om at redegøre for.

Ifølge Regelsæt for First North pkt. 5.2 skal et selskabs Certified Adviser bl.a. monitorere, at selskabet opfylder sine oplysningsforpligtelser på First North samt rådgive, støtte og opdatere selskabet om dets forpligtelser på First North.

Dette betyder bl.a., at Certified Adviser er forpligtet til aktivt at have løbende kontakt til selskabet samt at holde sig orienteret om selskabets aktiviteter. Certified Adviser skal således deltage aktivt i processen omkring selskabets regnskabsaflæggelse. Børsen forudsætter således, at en Certified Adviser, for at overholde sin forpligtelse, bl.a. i forbindelse med selskabets regnskabsaflæggelse, har en tæt kontakt både om indholdet og rettidigheden af kommunikationen til markedet. Dette er naturligvis vigtigere i de situationer, hvor der opstår særlige problemstillinger, som kan være vanskelige at håndtere for selskabet.

Selskabets Certified Adviser redegjorde på vegne af selskabet herfor. Det fremgik af redegørelsen, at Certified Adviser havde kontakttet First North med henblik på at drøfte udskydelse af offentliggørelse af selskabets årsregnskabsmeddelelse, idet selskabet var i gang med afsluttende forhandlinger vedrørende salg af nogle af selskabets aktiviteter og selskabet fandt det ikke kommercielt hensigtsmæssigt at offentliggøre en årsregnskabsmeddelelse inden forhandlingerne var endelig afsluttet, hvori selskabet var nødt til at orientere om disse forhandlinger. Dette ville give selskabet en u hensigtsmæssig forhandlingsposition i de afsluttende forhandlinger med køber.

På mundtlig forespørgsel kan børsen alene udtale sig om, hvorvidt et selskab kan ændre dets finanskalender. En overskridelse af 3 måneders fristen for offentliggørelse af et selskabs årsrapport ville have givet anledning til en skriftlig tilkendegivelse fra børsens side.

Børsen påtalte på denne baggrund over for Certified Adviser, at denne i egenskab af Certified Adviser for selskabet ikke sikrede, at selskabet offentliggjorde selskabets årsrapport 2009/2010 inden for 3 måneders fristen, jf. Regelsæt for First North pkt. 5.2.

Endvidere fandt børsen det beklageligt, at det ved en fejl af årsrapporten fremgik, at denne var godkendt på en dato, som lå forud for den ordinære generalforsamling.

Endelig konstaterede børsen, at selskabet ikke havde offentliggjort beslutninger truffet på selskabets generalforsamling umiddelbart efter generalforsamlingens afslutning, jf. Regelsæt for First North pkt. 4.9 (b).

Kravet i pkt. 4.9 (b) i Regelsæt for First North om, at et selskab skal offentliggøre beslutninger truffet på generalforsamlingen umiddelbart efter generalforsamlingens afslutning indebærer efter børsens opfattelse, at disse som udgangspunkt skal offentliggøres samme dag som afholdelsen af generalforsamlingen.

Certified Adviser havde oplyst børsen, at denne forud for generalforsamlingens afholdelse havde gjort selskabet opmærksom på pligten til at offentliggøre beslutninger fra generalforsamlingen umiddelbart efter generalforsamlingens afslutning.

På baggrund heraf fandt børsen ikke, at Regelsæt for First North pkt. 5.2 var overtrådt.

## 1.9. Forløb af ekstraordinær generalforsamling

*(Lübker Golf A/S)*

Et selskab optaget til handel på First North afholdt ekstraordinær generalforsamling en fredag eftermiddag. Forløbet af den ekstraordinære generalforsamling blev offentliggjort sent søndag aften og dermed ikke straks efter generalforsamlingens afslutning.

Det fremgår af Regelsæt for First North pkt. 4.9 (b), at et selskab skal offentliggøre beslutninger truffet på generalforsamlingen, som har betydning for markedet, umiddelbart efter generalforsamlingens afslutning.

Børsen anmodede på denne baggrund selskabet om at redegøre for baggrunden for, at forløbet af den ekstraordinære generalforsamling ikke blev offentliggjort straks efter generalforsamlingens afholdelse i overensstemmelse med pkt. 4.9 (b) i Regelsæt for First North.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at der blev taget et særdeles detaljeret referat fra selskabets generalforsamling og at udkastet til referat hen over weekenden blev gennemlæst og sammenholdt med notater fra mødet og det blev sikret at alle omtalte forhold fremstod klare og tydelige. Der blev lagt stor vægt på at alle spørgsmål og svar var indeholdt i det endelige referat, således at alle aktionærer, der ikke deltog, og markedet, ville få samme oplysninger som blev givet på generalforsamlingen.

Kravet i pkt. 4.9 (b) i Regelsæt for First North om, at et selskab skal offentliggøre beslutninger truffet på generalforsamlingen, som har betydning for markedet, umiddelbart efter generalforsamlingens afslutning indebærer efter børsens opfattelse, at disse som udgangspunkt skal offentliggøres samme dag som afholdelsen af generalforsamlingen.

Børsen påtalte på denne baggrund over for selskabet, at selskabet ikke offentliggjorde forløbet af den ekstraordinære generalforsamling umiddelbart efter generalforsamlingens afslutning i overensstemmelse med pkt. 4.9 (b) i Regelsæt for First North. Børsen gjorde endvidere opmærksom på, at der ikke er krav om, at det fulde generalforsamlingsprotokollat offentliggøres.

## 1.10. Forløb af ekstraordinær generalforsamling

*(Sydbank A/S – Certified Adviser for Lübker Golf A/S)*

Et selskab optaget til handel på First North afholdt ekstraordinær generalforsamling en fredag eftermiddag. Forløbet af den ekstraordinære generalforsamling blev offentliggjort sent søndag aften og dermed ikke straks efter generalforsamlingens afslutning.

Ifølge Regelsæt for First North pkt. 5.2 skal et selskabs Certified Adviser bl.a. monitorere, at selskabet opfylder sine oplysningsforpligtelser på First North, samt rådgive, støtte og opdatere selskabet om dets forpligtelser på First North.

Dette betyder bl.a., at Certified Adviser er forpligtet til aktivt at have løbende kontakt til selskabet samt at holde sig orienteret om selskabets aktiviteter. Certified Adviser har således en forpligtelse til at overvåge, at selskabet offentliggør de meddelelser, der er påkrævet, herunder kontrollere, at selskabet offentliggør forløbet af generalforsamlingen umiddelbart efter dennes afslutning.

Børsen anmodede på denne baggrund selskabets Certified Adviser om at redegøre for baggrunden for, hvorfor forløbet af den ekstraordinære generalforsamling ikke blev offentliggjort straks efter generalforsamlingens afholdelse. Certified Adviser blev endvidere anmodet om at redegøre for hvilke tiltag denne, som selskabets Certified Adviser, havde gjort for at sikre, at selskabet havde overholdt sine forpligtelser i henhold til Regelsæt for First North.

Det fremgik af Certified Advisers redegørelse, at denne tidligere - gentagne gange - havde gjort selskabet opmærksom på, at der straks efter generalforsamlingen skal offentliggøres en meddelelse i henhold til pkt. 4.9. Certified Adviser mente således ikke, at selskabets ledelse kunne være i tvivl herom, og selskabet har da også tidligere overholdt reglen.

Det fremgår af Regelsæt for First North pkt. 4.9 (b), at et selskab skal offentliggøre beslutninger truffet på generalforsamlingen, som har betydning for markedet, umiddelbart efter generalforsamlingens afslutning.

Kravet i pkt. 4.9 (b) i Regelsæt for First North om, at et selskab skal offentliggøre beslutninger truffet på generalforsamlingen, som har betydning for markedet, umiddelbart efter generalforsamlingens afslutning indebærer efter børsens opfattelse, at disse som udgangspunkt skal offentliggøres samme dag som afholdelsen af generalforsamlingen.

Børsen påtalte på denne baggrund over for Certified Adviser, at denne, i sin egenskab af Certified Adviser for selskabet, ikke i tilstrækkelig grad havde sikret sig, at selskabet havde overholdt sine oplysningsforpligtelser og således offentliggjorde forløbet af generalforsamlingen umiddelbart efter generalforsamlingens afholdelse i overensstemmelse med Regelsæt for First North pkt. 5.2.

Børsen bemærkede i den forbindelse, at Certified Adviser har en konkret forpligtelse til at kontrollere, at selskabet offentliggør forløbet af generalforsamlingen umiddelbart efter dennes afslutning

## 2. ANDRE SAGER

### 2.1 Datering af årsrapport

Børsen konstaterede, at et selskab optaget til handel på First North offentliggjorde sin årsrapport med en anden datering end den, hvor selskabets bestyrelse havde behandlet og godkendt årsrapporten. Umiddelbart efter bestyrelsens godkendelse af årsrapporten offentliggjorde selskabet årsregnskabsmeddelelse udarbejdet på baggrund af den godkendte årsrapport.

Det fremgår af Regelsæt for First North pkt. 4.1 (a), at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre enhver beslutning, som selskabet træffer, samt information om forhold vedrørende selskabet, som kan antages at få væsentlig betydning for kursen på selskabets finansielle instrumenter.

Det fremgår endvidere af pkt. 4.2 (a), at offentliggørelse af oplysninger skal ske hurtigst muligt, dvs. i direkte forlængelse af vedtagelse af en beslutning, et valg eller andre forhold, som selskabet bliver bekendt med. Oplysningerne skal være korrekte, relevante og pålidelige og må ikke udelade forhold, som kan antages at påvirke vurderingen af disse oplysninger.

Det fremgår endvidere af Regelsæt for First North pkt. 4.6 (a), at efter selskabets bestyrelse har godkendt årsregnskabet, skal selskabet straks offentliggøre en regnskabsmeddelelse indeholdende de væsentligste oplysninger fra den kommende årsrapport.

Børsen anmodede på denne baggrund selskabet om at redegøre for, hvorfor årsrapporten ikke var dateret den dag, hvor selskabets bestyrelse havde vedtaget årsrapporten.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at årsrapporten burde have været dateret med den dato, hvor bestyrelsen havde behandlet og godkendt årsrapporten.

På baggrund af det oplyste fandt børsen ikke anledning til at konkludere, at selskaberne havde overtrådt Regelsæt for First North.

Børsen fandt det dog beklageligt, at årsrapporten ikke var dateret samme dag, hvor årsrapporten var blevet behandlet og godkendt af selskabets bestyrelse.

### 2.2 Tidspunkt for offentliggørelse af selskabsmeddelelse

Et selskab optaget til handel på First North offentliggjorde en selskabsmeddelelse, hvoraf det blandt andet fremgik, at selskabet på et bestyrelsesmøde fire dage forinden havde besluttet at tilpasse selskabets strategi.

Det fremgår af Regelsæt for First North pkt. 4.1 (a), at et selskab hurtigst muligt skal offentliggøre enhver beslutning, som selskabet træffer, samt information om forhold vedrørende selskabet, som kan antages at få væsentlig betydning for kursen på selskabets finansielle instrumenter.

Det fremgår endvidere af pkt. 4.2 (a), at offentliggørelse af oplysninger skal ske hurtigst muligt, dvs. i direkte forlængelse af vedtagelse af en beslutning, et valg eller andre forhold, som selskabet bliver bekendt med.

På baggrund af ovenstående anmodede børsen selskabet om at redegøre for, hvorvidt selskabets meddelelse om tilpasning af strategi blev offentliggjort hurtigst muligt i henhold til Regelsæt for First North.

Det fremgik af selskabets redegørelse, at selskabet havde overvejet, hvorvidt tilpasningen af selskabets strategi var nuanceret nok til, at det i sig selv krævede en oplysning til markedet. Da selskabet på et bestyrelsesmøde nogle dage efter tog stilling til nogle andre forhold, der efter ledelsens vurdering under alle omstændigheder skulle meddeles markedet, besluttede bestyrelsen at oplyse strategitilpasningen i sammenhæng med disse forhold.

På denne baggrund fandt børsen ikke anledning til at konkludere, at selskabet havde overtrådt Regelsæt for First North.

# IV. HANDELSREGLER

## 1. PÅTALER

### 1.1. Medlemmers ansvar for levering, clearing og afvikling

*(United Banker Securities Limited)*

I løbet af tre specifikke dage solgte et medlem store mængder i en aktie. Salgene blev udført på vegne af en kunde og med afvikling tre dage efter handlerne blev gennemført.

De pågældende handler blev afviklet mellem 9 og 11 dage efter handlerne var gennemført, hvilket ikke er i overensstemmelse med NASDAQ OMX Københavns (børsens) regler for afvikling. Forsinkelsen påvirkede afvikling af aktien på markedsniveau.

Medlemmet forklarede på anmodning fra børsen, at transaktionerne var short sales.

Det fremgår af NASDAQ OMX Nordic Member Rules 5.8.1 at;  
*"A 3-day settlement schedule for the delivery shall apply to Trades."*

Det fremgår af NASDAQ OMX Nordic Member Rules 4.2.10 at;  
*"If the Trade concerns an Instrument, which is not to be cleared by a Central Counterparty, the Member is responsible at all times for delivery, clearing and settlement of Instruments in accordance with the conditions governing the Trade. This responsibility constitutes the contractual relationship between the Members and applies irrespective of whether the Trade takes place on the Member's own account or on behalf of a third party."*

Effektiv og pålidelig afvikling af handler udført på et elektronisk marked er fundamental for tilliden til markedet og for effektiviteten i det finansielle system med handel af værdipapirer. NASDAQ OMX ser derfor meget alvorligt på forstyrrelser i afviklingen. Hvis et medlem kommer i en situation, hvor det ikke er i stand til at afvikle som følge af problemer på vegne af dets kunde(r), forventer NASDAQ OMX, at medlemmet straks tager initiativ til effektivt at løse problemet og sikrer sig, at medlemmet kan overholde sine forpligtelser til markedet.

NASDAQ OMX København besluttede at påtale over for medlemmet, at dette ikke havde efterlevet sit ansvar for levering og afvikling i overensstemmelse med NASDAQ OMX Nordic Member Rules 5.8.1 og 4.2.10

Ved denne afgørelse lagde NASDAQ OMX København vægt på en kombination af faktorer;

- > at medlemmet gennemførte short sales i aktien på vegne af en kunde uden tilstrækkelig beholdning af aktier eller uden tilstrækkelige aktielåneaftaler;
- > at den solgte mængde og den manglende afvikling var af en sådan størrelse, at det påvirkede afviklingen af aktien på markedsniveau;
- > at aktien i perioden blev handlet både som en ordinær aktie og som en midlertidig aktie, hvorfor short selling i den ordinære aktie kunne være benyttet som mulig arbitrage-handel;
- > at medlemmet ikke havde foretaget tilstrækkelige tiltag for at afvikle handlerne i tide. Børsen bemærkede, at den ordinære aktie kunne handles i markedet, siden afviklingsproblemet blev kendt.

Medlemmer, som påvirkes af manglende levering og afvikling henvises til NASDAQ OMX Nordic Member Rules 5.8.3 vedrørende retten til at foretage buy-in og Buy-In Procedure and Guideline.

## 1.2. Medlemmers ansvar for levering, clearing og afvikling

*(Merrill Lynch)*

I september 2010 foretog et medlem, på vegne af kunder, salg af aktier i Amagerbanken. Der blev i perioden gennemført en fortegningsmission, hvorfor et større antal nyudstedte aktier i en periode blev handlet i en separat fondskode. Efterfølgende skete sammenlægning af de nye og eksisterende aktier i en fondskode.

De pågældende handler blev efterfølgende ikke afviklet i overensstemmelse med NASDAQ OMX Københavns (børsen) regler for afvikling.

Det fremgår af NASDAQ OMX Nordic Member Rules 5.8.1 at:

*"A 3-day settlement schedule for the delivery shall apply to trades. However, the parties to a manual trade may agree upon a deviation settlement schedule."*

Medlemmet forklarede på anmodning af børsen, at afvikling af handlerne ikke var muligt på de respektive valørdage, da deres kunder ikke kunne levere aktierne.

Det fremgår af NASDAQ OMX Nordic Member Rules 4.2.10 at:

*"If the Trade concerns an Instrument, which is not to be cleared by a Central Counterparty, the Member is responsible at all times for delivery, clearing and settlement of Instruments in accordance with the conditions governing the Trade. This responsibility constitutes the contractual relationship between the Members and applies irrespective of whether the Trade takes place on the Member's own account or on behalf of a third party."*

Medlemmet oplyste, at handlerne relaterede sig til DMA-ordrer (Direct Market Access) fra kunder, der lagde ordrer direkte ud på børsen og refererede til, at det er DMA-kunders ansvar og kende og forstå gældende regler på området.

Det fremgår af NASDAQ OMX Nordic Member Rules 4.9.3 at:

*"The member has the same liability for orders which are routed via Direct Market Access as for orders which the member places in any other manner."*

Endvidere beskrev medlemmet proceduren for håndtering af fejl, når afviklingsproblemer bliver opdaget.

Uanset om medlemmer har procedurer for håndtering af afviklingsproblemer, er medlemmerne ansvarlige for rettidig afvikling, og det anbefales at have "pre-trade" kontrol af kundernes positioner, uanset om afviklingen varetages inden for egen organisation eller gennem en depotbank. Medlemmet er med andre ord også ansvarlig for de opgaver, der udføres af dets depotbank.

Effektiv og pålidelig afvikling af handler er fundamental for tilliden og for effektiviteten på det finansielle marked. NASDAQ OMX ser derfor meget alvorligt på forstyrrelser i afviklingen af handler. Hvis et medlem kommer i en situation, hvor det ikke er i stand til at foretage levering, som følge af problemer på vegne af dets kunde(r), forventer børsen, at medlemmet straks tager initiativ til effektivt at løse problemet og sikrer, at medlemmet kan overholde sine forpligtelser i markedet.

Ved denne afgørelse lagde NASDAQ OMX København vægt på en kombination af følgende faktorer:

- > At medlemmet ikke har sikret rettidig levering og afvikling.
- > At medlemmet udførte short salg på vegne af kunder uden at sikre sig, at handlerne efterfølgende kunne afvikles. Børsen bemærker, at den eksisterende fondskode kunne handles i hele perioden.
- > At medlemmet/kunden har udnyttet en arbitrage-mulighed ved at foretage short sale i den eksisterende aktie, forud for tegning og tildeling af nye aktier. Det antages, at medlemmet/kunden var bevidst om, at levering af de solgte aktier ikke kunne ske rettidigt før sammenlægning af de nye og eksisterende fondskoder var gennemført.
- > At den manglende afvikling havde en væsentlig indflydelse for afviklingen hos andre medlemmer.
- > At handlen under de ekstraordinære omstændigheder i Amagerbanken førte til manglende rettidig levering af store mængder aktier.

Det fremgår af NASDAQ OMX Nordic Member Rules 4.12.1 at:

*"Where the Member breaches Danish law, executive orders issued by public authorities, or the NASDAQ OMX Nordic Member Rules, the NASDAQ OMX Copenhagen may impose a fine on the member and reprimand the Member. Where the breach is material or recurring, the NASDAQ OMX Copenhagen may terminate membership."*

NASDAQ OMX Copenhagen pålægger medlemmet en afgift på 100.000 kr., samt påtaler at medlemmet ikke har opfyldt ansvaret for levering og afvikling, i overensstemmelse med NASDAQ OMX Nordic Member Rules 5.8.1, 4.2.10 og 4.9.3.

Børsens beslutning er truffet uafhængig af Finanstilsynets forbud mod short-selling<sup>1</sup>.

### 1.3. Medlemmers ansvar for levering, clearing og afvikling

*(Neonet Securities)*

I september 2010 foretog et medlem, på vegne af kunder, salg af aktier i Amagerbanken. Der blev i perioden gennemført en fortegningsmission, hvorfor et større antal nyudstedte aktier i en periode blev handlet i en separat fondskode. Efterfølgende skete sammenlægning af de nye og eksisterende aktier i en fondskode.

De pågældende handler blev efterfølgende ikke afviklet i overensstemmelse med NASDAQ OMX Københavns (børsen) regler for afvikling.

Det fremgår af NASDAQ OMX Nordic Member Rules 5.8.1 at:

*"A 3-day settlement schedule for the delivery shall apply to trades. However, the parties to a manual trade may agree upon a deviation settlement schedule."*

Medlemmet forklarede på anmodning af børsen, at afvikling af handlerne ikke var muligt fordi kunden ikke havde aktierne i depot.

---

<sup>1</sup> Bekendtgørelse nr. 1004 af 10. oktober 2008



Det fremgår af NASDAQ OMX Nordic Member Rules 4.2.10 at;

*"If the Trade concerns an Instrument, which is not to be cleared by a Central Counterparty, the Member is responsible at all times for delivery, clearing and settlement of Instruments in accordance with the conditions governing the Trade. This responsibility constitutes the contractual relationship between the Members and applies irrespective of whether the Trade takes place on the Member's own account or on behalf of a third party."*

Medlemmet henviste til, at De fungerede som "agency broker", hvilket betød, at deres kunder kunne placere ordrer i systemet uden relation til deres depotbeholdning. Ifølge medlemmet var deres kunder blevet gjort opmærksomme på deres forpligtelser vedrørende afvikling af handler. Det fremgår af NASDAQ OMX Nordic Member Rules 4.9.3 at;

*"The member has the same liability for orders which are routed via Direct Market Access as for orders which the member places in any other manner."*

Endvidere beskrev medlemmet proceduren for håndtering af fejl, når afviklingsproblemer bliver opdaget.

Uanset om medlemmer har procedurer for håndtering af afviklingsproblemer, er medlemmerne ansvarlige for rettidig afvikling, og det anbefales at have "pre-trade" kontrol af kundernes positioner, uanset om afviklingen varetages inden for egen organisation eller gennem en depotbank. Medlemmet er med andre ord også ansvarlig for de opgaver, der udføres af dets depotbank.

Effektiv og pålidelig afvikling af handler er fundamental for tilliden og for effektiviteten på det finansielle marked. NASDAQ OMX ser derfor meget alvorligt på forstyrrelser i afviklingen af handler. Hvis et medlem kommer i en situation, hvor det ikke er i stand til at foretage levering, som følge af problemer på vegne af dets kunde(r), forventer børsen, at medlemmet straks tager initiativ til effektivt at løse problemet og sikrer, at medlemmet kan overholde sine forpligtelser i markedet.

Ved denne afgørelse lagde NASDAQ OMX København vægt på en kombination af følgende faktorer:

- At medlemmet ikke har sikret rettidig levering og afvikling.
- At medlemmet udførte short salg på vegne af kunder uden at sikre sig, at handlerne efterfølgende kunne afvikles. Børsen bemærker, at den eksisterende fondskode kunne handles i hele perioden.
- At medlemmet/kunden har udnyttet en arbitrage-mulighed ved at foretage short sale i den eksisterende aktie, forud for tegning og tildeling af nye aktier. Det antages, at medlemmet/kunden var bevidst om, at levering af de solgte aktier ikke kunne ske rettidigt før sammenlægning af de nye og eksisterende fondskoder var gennemført.
- At den manglende afvikling havde en væsentlig indflydelse for afviklingen hos andre medlemmer.
- At handlen under de ekstraordinære omstændigheder i Amagerbanken førte til manglende rettidig levering af store mængder aktier.

Det fremgår af NASDAQ OMX Nordic Member Rules 4.12.1 at.

*"Where the Member breaches Danish law, executive orders issued by public authorities, or the NASDAQ OMX Nordic Member Rules, the NASDAQ OMX Copenhagen may impose a fine on the member and reprimand the Member. Where the breach is material or recurring, the NASDAQ OMX Copenhagen may terminate membership."*

NASDAQ OMX Copenhagen pålægger medlemmet en afgift på 100.000 kr., samt påtaler at medlemmet ikke har opfyldt ansvaret for levering og afvikling, i overensstemmelse med NASDAQ OMX Nordic Member Rules 5.8.1, 4.2.10 og 4.9.3.

Børsens beslutning er truffet uafhængig af Finanstilsynets forbud mod short-selling<sup>2</sup>.

## 1.4. Handel med sig selv/Handler mellem afdelinger i samme juridiske enhed

*(Jyske Bank)*

Den 31. maj 2010 bemærkede børsen, at et medlems andel af omsætningen i selskabets egen aktie var markant højere i forhold til den gennemsnitlige daglige omsætning. Medlemmets omsætning var særligt koncentreret på købersiden den sidste time af handelsdagen.

På anmodning fra børsen har medlemmet bekræftet, at en større købsordre blev afgivet internt i banken som et led i bankens strategi for køb af egne aktier i relation til bankens medarbejderaktieordning. Ordren blev partielt placeret i ordrebogen i løbet af børsdagen. Det var to separate afdelinger i banken, der hhv. afgav købsordren og gennemførte handlerne på børsen. Medlemmet oplyste, at den ordreafgivende afdeling blev betragtet som kunde til handelsafdelingen, og at de to afdelinger i et antal handler indgik som modparter til hinanden. Medlemmet oplyste videre, at dette har været normal praksis, men at denne forretningsgang efterfølgende er blevet ændret.

Begge afdelinger er organiseret under samme forretningsområde hos medlemmet. De to afdelinger er uafhængige områder og adskilt af Chinese Walls. Medlemmet oplyste, at der ikke er sket en overdragelse fra én juridisk person/enhed til en anden.

Af punkt 4.6.2 i NASDAQ OMX Nordic Member Rules (NMR) fremgår det, at "The Member may not place Orders or enter into Trades which, individually or together, are intended to improperly influence the price structure in the Trading System, which are devoid of commercial purpose, or which are intended to delay or prevent access to the Trading System by other Members. The above general rule means, for example, that it is prohibited:

- > To automatically match/enter into a Trade with the intention that the buyer and seller of the Instrument shall be the same natural or legal person;
- > To place an Order or automatically match/enter into a Trade with the intention of influencing the price of an Instrument in order to alter the value of one's own, or any other party's, holding of any Instrument at any given time, for example prior to the end of the year or end of a month"

På baggrund af ovenstående er det børsens opfattelse, at medlemmet ved handlerne mellem de to afdelinger overtræder NMR 4.6.2, eftersom der efter medlemmets oplysninger ikke skete en overdragelse fra en juridisk person til en anden, og at handlerne dermed ikke medførte ændringer i ejendomsretten til værdipapirerne. Derfor skulle handelsafdelingen ikke have indtrådt som modpart i de omtalte børs-handler.

NASDAQ OMX København har påtalt overfor medlemmet, at der er gennemført handler mellem to afdelinger, hvor køber og sælger er samme juridiske enhed.

---

<sup>2</sup> Bekendtgørelse nr. 1004 af 10. oktober 2008



# NASDAQ OMX<sup>®</sup>

[nasdaqomxnordic.com](http://nasdaqomxnordic.com)

