



Marknadsövervakningsrapport

2014

Innehåll

Inledning	3
1. Årsrapport Marknadsövervakningen	6
2. Noteringar och handel under 2014.....	6
3. Svensk kod för bolagsstyrning	7
4. Regelefterlevnad i handeln och kursbildningen.....	8
4.1 Elektroniskt övervakningssystem	8
4.2 Rapporteringsskyldighet	9
4.3 Handelsstopp.....	11
5. Krav på deltagarna i handeln	12
6. Krav på finansiella instrument	12
7. Notering på observationsavdelningen.....	13
8. Corporate actions	13
9. Offentliga uppköpserbjudanden.....	14
10. Emittenternas informationsskyldighet	14
10.1 Övervakning av regelbunden finansiell information	14
10.2 Emittenternas informationsgivning i övrigt.....	16
10.3 Övervakning av NGM-börsens regler vid offentliga uppköpserbjudanden.	18
11. NGM-börsens Disciplinnämnd	19
12. Kontakt.....	20

Marknadsövervakningsrapport 2014

Inledning

Nordic Growth Market NGM AB (NGM-börsen) som ägs av Börse Stuttgart har Finansinspektionens tillstånd att bedriva börsverksamhet. Inom ramen för verksamheten driver NGM-börsen handel på två reglerade marknader. Det är dels NGM Equity, där aktier och andra finansiella instrument emitterade av noterade bolag handlas, och dels Nordic Derivatives Exchange (NDX) där derivat, obligationer och andra strukturerade produkter handlas. Utöver de reglerade marknaderna erbjuder NGM-börsen listning och handel på handelsplattformen Nordic MTF. NGM-börsen har även verksamhet riktad mot den finska och den norska marknaden genom NDX Finland respektive NDX Norway.

Att en börs åtnjuter förtroende är en av de viktigaste förutsättningarna för att börsen skall kunna bedriva sin verksamhet på ett framgångsrikt sätt. En väl fungerande marknadsövervakning är av avgörande betydelse för att börsen ska kunna skapa och upprätthålla ett sådant förtroende på marknaden.

Marknadsövervakningen inom NGM-börsen utgör en oberoende funktion i förhållande till börsens affärsdrivande verksamhet. Marknadsövervakningen delas in i handels- och medlemsövervakning respektive emittentövervakning. Dessa övervakningsenheter syftar till att skapa och bibehålla ett högt förtroende för NGM-börsen hos marknadsaktörer och att medverka till en effektiv prisbildningsprocess.

I handels- och medlemsövervakningens arbetsuppgifter ingår att övervaka deltagarna (medlemmarna) för att säkerställa att de följer de krav som NGM-börsens medlemsavtal och handelsregler ställer upp för att delta i handeln. Vidare följs handeln i realtid i syfte att upptäcka misstänkt marknadsmissbruk i form av olaglig insiderhandel eller otillbörlig marknadspåverkan. Emittentövervakningen innebär en granskning av att emittenterna uppfyller de krav som ställs genom offentlig reglering och börsregelverk avseende informationsgivning, finansiell rapportering och förutsättningar för att uppnå en väl fungerande och rättvis handel. För att nå en effektiv övervakning krävs samarbete mellan de båda enheterna och av denna anledning är grupperna integrerade och lokaliserade tillsammans inom NGM-börsens marknadsövervakning. Detta är ett koncept som inte tillämpas på alla marknadsplatser men som innebär stora fördelar och bidrar till en effektiv övervakning av hög kvalitet.

Vid sidan av de rent övervakande uppgifterna tillhandahåller Marknadsövervakningen också ett stort mått av service till marknadsaktörer i form av rådgivning i informationsfrågor samt utbildning av medlemmar och företrädare för de noterade och listade bolagen.

Handeln på NGM-börsens derivatsegment NDX har under året ökat kraftigt. Speciellt under hösten 2014 har handeln varit mycket hög och antalet avslut under oktober var 227 446, vilket var 43% över det tidigare månadsrekordet som sattes i augusti 2011. Även i november var handeln högre än den tidigare rekordmånaden. Den kraftiga ökningen av handeln var främst en konsekvens av den mycket kraftiga volatiliteten på marknaden under hösten men berodde även på att utbudet av produkter och handlade underliggande har ökat kraftigt. På den svenska marknaden är handeln i Bull- och Bear-certifikat med OMX-index klart störst medan det i Finland är Mini Futures och Knock-out/Turbowarranter med DAX-index som är de mest handlade instrumenten. På NDX Norway var Olja och DAX-index de mest populära underliggande.

Ett antal uppdateringar av NGM-börsens regelverk har presenterats under året. Regelverket för bolag på NGM Equity ändrades från den 1 juli 2014. De väsentligaste ändringarna vid denna översyn bestod i att regelverket kompletterades med ett antal särskilda bestämmelser som endast är tillämpliga för bolag som är alternativa investeringsfonder enligt definitionen i 1 kap. 2 § i lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Även regelverket på Nordic MTF uppdaterades, där den största förändringen var att regelverket nu anger att kravet på Mentor endast gäller under de första två åren som ett bolag är listat på Nordic MTF. Denna regelförändring gäller från och med den 1 oktober 2014.

Nya medlemsregler presenterades också, där de största förändringarna gjordes kring Direct Market Access och Sponsored Access, vilket var en anpassning till de riktlinjer som European Securities and Markets Authority (ESMA) gett ut. Dessa regler trädde i kraft den 1 juli 2014. NGM-börsens makuleringsriktlinjer rörande handel på NDX uppdaterades den 21 juli 2014. Den största förändringen gällde ett tillägg för de situationer då handel inträffat vid en tidpunkt då priser i det underliggande instrumentet saknas. Detta kan exempelvis ske då prisutvecklingen i det underliggande instrumentet har utlöst en så kallad volatility- eller trading safe guard.

Nya regler rörande publika bud (take over) trädde i kraft den 1 juli 2014 för bolag på NGM Equity och ändringarna rör främst regler för fusioner och fusionsliknande förfaranden. Reglerna innebär bland annat att bolagsstämman i ett börsbolag, som ska övertas genom en fusion eller ett fusionsliknande förfarande, alltid ska godkänna övertagandet med minst två tredjedelars majoritet, varvid det övertagande bolagets röster inte ska räknas. Den 12 december presenterades även ytterligare en revision av takeover-reglerna som träder i kraft den 1 februari 2015. I denna revidering införs bland annat ett förbud för budgivare att avkräva målbolaget budrelaterade förpliktelser, exempelvis exklusivitets- eller informationsförmedlingsåtaganden eller åtaganden om så kallade ”breakup fees”, men med möjlighet få dispens i ett enskilt fall, exempelvis för åtaganden som förbättrar snarare än försämrar utsikterna till en konkurrensutsatt erbjudandesituation. Reglerna innehåller även en uttrycklig regel om att en budgivare är bunden av förbehållslösa uttalanden som budgivaren gör i anledning av budet, t.ex. huruvida budet kommer att höjas eller förlängas. Motsvarande ändringar har även Kollegiet för svensk bolagsstyrning infört i de takeover-regler som ska tillämpas på handelsplattformar såsom Nordic MTF.

Av regelmässig betydelse för de noterade bolagen har även den rekommendation som Kollegiet för svensk bolagsstyrning offentliggjorde den 21 november 2014 rörande god sed vid riktade kontantemissioner. Denna rekommendation fastställer att

företrädesemissioner även fortsättningsvis ska vara förstahandsalternativet vid kontantemissioner. Under förutsättning att det är aktiebolagsrättsligt tillåtet, dvs. att det på objektiva grunder ligger i aktieägarnas intresse att avvika från företrädesrätten, är emellertid riktade kontantemissioner normalt också godtagbara från synpunkten av god sed på aktiemarknaden. I sammanhanget är det intressant att notera att rekommendationen inte inkluderar det rekvisit kring finansiell kris som återfinns i AMN 2002:2 (vissa frågor om riktade emissioner) som före denna rekommendation är det uttalande som gäller för ett bolag som avser genomföra en riktad emission. Enligt NGM-börsens mening är det troligt att antalet riktade emissioner kommer att öka i marknaden. Just skillnaden i hur snabbt ett bolag kan ta in kapital nämns ofta som en av de största skillnaderna mellan de noterade och de onoterade bolagen där de sistnämnda brukar anses ha en stor fördel av mera flexibla kapitalanskaffningsprocesser. Den nya rekommendationen kan till viss del bidra till att minska denna skillnad.

Den 1 juli 2014 trädde NGM-börsens intäktsdelning i kraft. Denna innebär i korthet att NGM-börsen delar med sig 25 % av de handelsintäkter som genereras vid handeln med de noterade bolagens aktier till de noterade bolagen. Detta gäller såväl bolagen som är noterade på NGM Equity som de bolag som är listade på Nordic MTF.

Den 10 november 2014 utökades handelstiderna på NDX Finland så att denna marknad öppnar klockan 08:00 svensk tid (09:00 finsk tid). Denna morgonhandel startades på initiativ av medlemmar och emittenter på den finska marknaden och det främsta syftet är att möjliggöra för finska investerare att handla i instrument med DAX-index som underliggande från den tidpunkt då handel i detta index startar i Tyskland. Majoriteten (65-90%) av handeln mellan 08:00-09:00 har skett i instrument med DAX-index som underliggande. Resterande handel har varit jämnt fördelad mellan ett 20-tal andra underliggande. Handeln har varit svagt stigande sedan lansering och svarat för ca 4,6 % av avsluten på NDX Finland.

NGM-börsen lanserade under kvartalet en ny lista för alternativa investeringsfonder (AIF:er) som heter Nordic AIF. Lanseringen genomfördes för att tillse det behov av notering som uppkommit genom förändrad lagstiftning som anger att en AIF-fond som vill marknadsföra sig gentemot icke-professionella investerare måste vara upptagen till handel på en reglerad marknad. Den första noteringen gjordes den 27 augusti 2014 då aktierna i Coeli Private Equity 2014 Pref P2 noterades på Nordic AIF.

NGM-börsen svarade i slutet av året på en remiss rörande betänkandet av 2012 års marknadsmissbruksutredning (SOU 2014:46-Marknadsmissbruk II) som berör ett flertal områden kring NGM-börsens marknadsövervakning. Bland annat anges att marknadsoperatören föreslås åläggas en anmälningsskyldighet till Finansinspektionen när det kan antas att en emittent har underlåtit att fullgöra sina skyldigheter att offentliggöra information. Finansinspektionen har sedan ansvar för att utreda och sanktionera överträdelser. Dessa uppgifter hanteras idag via börsen och dess disciplinnämnd, vilket är ett system som har stor acceptans på marknaden och anses väl fungerande. Det finns, såvitt NGM-börsen förstår, en möjlighet för Finansinspektionen att delegera ut denna typ av uppgifter till en marknadsaktör. NGM-börsens åsikt i denna fråga är att en framtida organisation på området i så stor utsträckning som möjligt ska bevara dagens system och inte i onödan bryta upp en fungerande ordning.

1. Årsrapport Marknadsövervakningen

Enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (VPML) skall en börs ha en marknadsövervakning som är oberoende i förhållande till den affärsdrivande verksamheten. Av Finansinspektionens föreskrifter om verksamhet på marknadsplatser, FFFS 2007:17, framgår det att börsen årligen ska offentliggöra en rapport över övervakningen. Rapporten ska enligt föreskrifterna innehålla följande delar:

1. Börsens övervakning av regelefterlevnad i handeln och kursbildningen.
2. Börsens övervakning av att deltagarna följer de krav som gäller för handeln.
3. Börsens övervakning av att de finansiella instrument som är upptagna till handel uppfyller de krav och förutsättningar som gäller för en rättvis, välordnad och effektiv handel.
4. Börsens övervakning av att emittenterna fullgör sin informationskyldighet och offentliggör de upplysningar om sin verksamhet som är av betydelse för bedömningen av kursvärdet på värdepapperen.

Den föreliggande marknadsövervakningsrapporten är avsedd att tillgodose kraven i Finansinspektionens föreskrifter. Rapporten innehåller därutöver redogörelser för förhållanden som Marknadsövervakningen har bedömt vara av allmänt intresse.

2. Noteringar och handel under 2014

(siffrorna inom parentes avser förhållandena vid utgången av år 2013)

Under 2014 listades två bolag, Scandinavian Organics AB och Advanced Stabilized Technologies Group på Nordic MTF. På Nordic AIF, som är en ny lista för alternativa investeringsfonder, noterades Coeli Private Equity 2014 AB som första bolag.

Under året har ett bolag avnoterats eller avlistats från NGM-börsen. Clean Oil Technology AB avlistades från Nordic MTF för listning på Alternativa Aktiemarknaden.

Vid årsskiftet 2014/2015 fanns 10 (10) bolag på NGM Equity, 15 (14) på Nordic MTF och 1 (0) på Nordic AIF.

Omsättningen på NGM-börsens olika aktiemarknader utvecklades i olika riktningar under 2014. På NGM Equity var omsättningen 417,22 MSEK (450,40 MSEK), vilket är en nedgång med -7,3 %. Antal avslut var 40 781 (48 603), en nedgång med 16 %. På Nordic MTF var omsättningen 710,40 MSEK (499,04 MSEK), en ökning med 42,3 %. Antal avslut var 64 276 (46 245), en ökning med 39 %. Det är dock svårt att dra några fasta slutsatser av att omsättningen på dessa marknader utvecklades olika då antalet bolag inte är så många och handeln i enskilda aktier får ett kraftigt genomslag på den totala omsättningen.

Den totala omsättningen på NDX var under året 60 326,30 MSEK (44 189,13 MSEK) (omräknat med genomsnittlig kronkurs). Detta är en ökning från föregående år med 26,7%. Antalet avslut uppgick till 1 554 727 (1 047 277), vilket är en ökning från föregående år med 48,5 %. Ökningen är en konsekvens av en allmänt stigande riskaptit på marknaden, ökad volatilitet på marknaden, ett ökat utbud av produkter av denna typ samt ett ökande intresse för denna typ av produkter. Högst omsättning på NDX Sweden var det i instrument med OMX-index och DAX-index som underliggande. På NDX Finland var DAX-index och Nokia de mest populära underliggande. På NDX Norway var Olja och DAX-index de mest populära underliggande. Antalet noterade instrument på NDX (Sweden, Finland och Norway) uppgick vid utgången av 2014 till 7 259 (9 177), en minskning med 21 %. Huvudorsaken till minskningen är RBS beslut att dra sig ur den här typen av verksamhet. BNP Paribas har tagit över delar av denna verksamhet och resterande delar är under avveckling där RBS endast återköper utestående volym i ett antal instrument.

3. Svensk kod för bolagsstyrning

Svensk kod för bolagsstyrning (Koden) infördes ursprungligen för de större börsbolagen i Sverige den 1 juli 2005. Efter tre års tillämpning genomförde Kollegiet för svensk bolagsstyrning (Kollegiet) en större översyn av Koden, vilken innebar en väsentlig förkortning och förenkling av Koden utan att ambitionsnivån för god bolagsstyrning sänktes. Den reviderade Koden gällde från den 1 juli 2008 för alla börsnoterade bolag. Fram till denna tidpunkt hade NGM-börsens bolag inte omfattats av någon bolagsstyrningskod. Koden reviderades sedan och den nuvarande versionen trädde i kraft den 1 februari 2010.

Koden är ett led i näringslivets självreglering med syfte att förbättra bolagsstyrningen i svenska börsnoterade bolag. Den kompletterar aktiebolagslagen och annan offentlig reglering genom att ange en högre norm än lagens minimikrav för vad som i allmänhet kan anses utgöra god bolagsstyrning.

Ett bolags första anpassning till Koden innebär en hel del inledande arbete då rutiner och styrningsmodeller anpassas till Koden samt vid upprättandet av bolagets första bolagsstyrningsrapport som beskriver hur bolaget tillämpar Koden. Det är dock NGM-börsens bedömning att det löpande arbetet med Koden inte är så betungande för de noterade bolagen och det sker inte heller så stora förändringar från år till år i bolagens förhållande till Kodens bestämmelser. Koden har inte heller genomgått några stora förändringar under senare tid.

Kollegiet utfärdade dock i oktober en anvisning till Koden om könsfördelning i börsbolagens styrelser som ska tillämpas från 1 januari 2015. Denna anvisning ställer upp ett antal krav på bolagens valberedningar. De åläggs nu:

- att analysera styrelsens utvärdering också i perspektivet av jämn könsfördelning,

- att i förslag till styrelseval i anslutning till kallelse till bolagsstämma tydligt motivera sina överväganden mot bakgrund av Kodens krav om att eftersträva en jämn könsfördelning i styrelsen och
- att vid bolagsstämman särskilt redovisa hur den arbetat för att eftersträva en jämn könsfördelning i styrelsen, vilket därmed blir en bolagsstämmofråga.

Kollegiet meddelade även att deras förslag till ändringar med anledning av Kollegiets generella översyn av Koden beräknas kunna presenteras under våren 2015.

Bolagens tillämpning av denna nya anvisning kan följas upp först under 2015. Vid den genomgång NGM-börsen gör av bolagens tillämpning av Koden har det noterats att det inte skett några större förändringar från föregående år. Flest avvikelser rapporteras såsom tidigare kring valberedningens sammansättning och arbete samt kring att styrelsen valt att inte inrätta utskott för sitt arbete. Såsom vid tidigare granskningar finns förbättringspotential kring motiveringarna av de avvikelser som bolagen valt att göra. För en investerare är det värdefullt att avvikelserna motiveras på ett så utförligt sett som möjligt för att investeraren ska kunna göra en välgrundad bedömning av de enskilda avvikelserna. Det vore därför önskvärt om fler bolag tog chansen att på ett mer utförligt sett beskriva den lösning som bolaget valt för att marknaden lättare ska kunna ta ställning till denna och skälen bakom varför denna lösning valts.

4. Regelefterlevnad i handeln och kursbildningen

Börsens övervakning av handeln syftar främst till att övervaka att handeln genomförs i enlighet med de lagar och regler som styr handeln. Det gäller såväl medlemsregler som lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (Marknadsmissbrukslagen). Syftet är att säkerställa en väl fungerande och genomlyst marknad där handeln sker på lika villkor för alla aktörer. Eftersom handeln på de finansiella marknaderna generellt sett styrs av information och förväntningar, måste exempelvis ett avvikande handelsmönster i de allra flesta fall relateras till vilken information som fanns tillgänglig vid tidpunkten för handeln/orderläggningen. Därför är en viktig del av handelsövervakningens arbete att löpande följa informationsflödet och ha ett nära samarbete med emittentövervakningen.

4.1 Elektroniskt övervakningssystem

För att kontinuerligt kunna registrera fluktuationer i kurser och omsättning och indikera avvikande handelsmönster använder sig handelsövervakningen av ett elektroniskt övervakningssystem, Instant Watch.

Övervakningssystemet gör det möjligt att elektroniskt övervaka och analysera handeln i handelssystemet. Vid större förändringar i handeln avseende exempelvis kurs eller omsättning, genererar systemet ett eller flera larm som gör övervakaren uppmärksam på förändringen. Varje larm granskas individuellt och avskrivs först då man identifierat en nöjaktig förklaring till förändringen.

Antalet larm i systemet uppgick under 2014 till 111 250 (86 796), vilket är en ökning med 28,2 % jämfört med 2013. Denna ökning är främst en effekt av att handeln under 2014 var klart högre än under 2013 (antalet larm varierar alltid kraftigt under året beroende på nyhetsflödet och den övergripande volatiliteten i marknaden).

De vanligaste larmtyperna har under året varit *"Closing price"*, *"Intra day"*, *"Market maker pricing"* samt *"Derivative Knock"*. *"Closing price"* är ett larm som anger att priset avviker mer än ett visst gränsvärde från stängningspriset föregående handelsdag. Gränsvärdet varierar beroende på vilken marknad instrumentet noteras på. *"Intra day"* är ett larm som varnar för avvikelser där priset under dagen har haft en förändring större än ett förutbestämt gränsvärde. Även detta värde varierar beroende på vilken marknad som larmet följer. *"Market maker pricing"* är ett larm som varnar för avsaknad av priser i ett instrument under en viss tidsperiod och används för derivatprodukterna på NDX. Slutligen är *"Derivative Knock"* ett larm som varnar för att ett derivatinstrument på NDX har nått den nivå där knock-out/stop loss i instrumentet inträffar och att den kontinuerliga handeln i det instrumentet därmed ska avbrytas.

Under året har teoretiska slutpriser som baseras på emittentens (market makerns) sista kvoterade köppris i ett instrument införts i NGM-börsens handelssystem Elasticia för vissa typer av instrument på derivatsegmentet NDX. Marknadsövervakningens övervakningssystem har sedan uppgraderats till att använda dessa slutpris vid generering av de sk *"Closing price"* larmen. Detta har förbättrat kvaliteten på dessa larm då det historiskt sett kunde genereras larm vars bakgrund var att instrumentet inte hade handlats under en längre tid och att det underliggande instrumentet hade rört sig kraftigt däremellan. De larm som nu genereras av denna larmtyp innebär därmed alltid att det skett en kraftig prisförändring under dagen i förhållande till marknadsvärdet av instrumentet vid föregående handelsdags slut.

Den funktionalitet i NGM-börsens handelssystem Elasticia som infördes förra året och som kallas *"Sold Out Buy Back"* (SOBB) har vid uppgraderingen av systemet den 20 oktober utökats och förbättrats. Det är nu möjligt att placera alla typer av instrument i SOBB och inte bara certifikat som tidigare var fallet. Möjligheten till handel i SOBB har effektiviserat övervakningsarbetet genom att risken för att avslut genomförs på felaktiga kursnivåer för utsålda instrument kraftigt reducerats, vilket resulterat i färre avvikelserlarm och mindre behov av att makulera avslut vid sådana situationer. SOBB-funktionaliteten har även förbättrats då den numera tillåter att en investerare lägger säljorder i ett instrument som handlas i SOBB som inte momentant matchar emittentens köppris. Tidigare har sådana säljorder makulerats omedelbart. Genom att en sådan order nu placeras i orderboken behöver en investerare inte konstant bevaka orderboken utan kan lägga in en säljorder på ett högre pris och om det underliggande rör sig i en för investeraren fördelaktig riktning kommer ett avslut ske då emittentens höjda köpkurs matchar den lagda säljorden.

4.2 Rapporteringsskyldighet

Enligt 10§ i Marknadsmissbrukslagen skall NGM-börsen rapportera misstänkta transaktioner till Finansinspektionen om det kan antas att transaktionen utgör eller har samband med insiderbrott eller otillbörlig marknadspåverkan.

Under 2014 anmälde NGM-börsen 5 (5) ärenden till Finansinspektionen. Av dessa anmälningar avsåg 4 (5) misstankar om insiderbrott och 1 (0) misstanke om otillbörlig marknadspåverkan.

Att fler ärenden anmäls rörande misstänkt insiderbrott än misstänkt otillbörlig marknadspåverkan (OTM) är en trend som också avspeglas i den statistik som Finansinspektionen publicerar på en aggregerad nivå för branschen i stort, se länken <http://www.fi.se/Tillsyn/Statistik/Marknadsmissbruk/Anmalt-till-aklagare/>.

Anmälningarna för misstänkt insiderbrott har de senaste två åren stigit med 81 % (från 111 år 2012 till 201 år 2014) medan anmälningarna för misstänkt otillbörlig marknadspåverkan sjunkit med 48 % (från 221 år 2014 till 115 år 2014). Att antalet anmälningar om misstänkt insiderbrott ökar beror troligtvis på att transaktionsintensiteten (M&A) på marknaden har ökat rätt kraftigt de senaste åren men även på att alla aktörer i branschen har blivit bättre på att identifiera potentiella brott och anmäla dessa. Ekobrottsmyndigheten har i år även nått fällande domar i nio fall av insiderhandel, vilket är en kraftig ökning jämfört med föregående år (två fällande domar 2012 och 2013). Att antalet anmälda fall av misstänkt otillbörlig marknadspåverkan minskar kan till viss del ha att göra med den mycket uppmärksammade friande domen från Högsta domstolen (HD) den 21 november 2013. I ärendet hade en aktiekurs höjts med flera hundra procent under kort tid utan att någon ny kurspåverkande information om bolaget hade publicerats. Trots detta friades den misstänkte. Den praxis som sattes av domen kan ha fått påverkan på branschens tröskel för anmälningar av OTM. En stor del av de mål rörande OTM som varit uppe i rätten har även rört så kallad egenhandel dvs när en person kontrollerar både köpare och säljare i en transaktion. Denna typ av affärer är inte tillåtna och historiskt sett har ett flertal personer dömts för egenhandel när de flyttat aktier via marknaden mellan två konton som de kontrollerar exempelvis i samband med skattedrivna affärer. Branschen har på senare år ökat informationsinsatserna om förbudet mot egenhandel och de många domarna på områden har uppmärksammats i marknaden, vilket bör minska denna typ av överträdelse i framtiden.

Merparten av den handel som sker på NGM-börsen sker på derivatsegmentet NDX. Under året steg omsättningen med 26,7 % från föregående år. Det är svårare att otillbörligt påverka kurserna i derivatmarknaden där det finns en market maker som kvoterar priser med stora volymer på både köp- och säljsidan än vad som är fallet i aktiemarknaden. Instrumenten på NDX prissätts även utifrån utvecklingen av det underliggande instrumentet (exempelvis en aktie eller ett index) och inte som för en aktie utifrån bedömningen av bolagets framtida vinster och utdelningar. Detta gör att exempelvis omsättningen i ett instrument på NDX inte påverkar priset på instrumentet, till skillnad från vad som kan vara fallet på aktiemarknaden. Däremot har fler fall noterats rörande misstänkt insiderbrott där handel har skett i derivatinstrument noterade på NDX. I den fällande domen från Falu Tingsrätt, där flera tidigare anställda på SSAB dömdes för insiderbrott, hade personerna bland annat handlat med denna typ av instrument, vilket uppmärksammats av NGM-börsen som rapporterade ärendet till behöriga myndigheter.

4.3 Handelsstopp

Enligt 22 kap VPML får börsen, efter samråd med Finansinspektionen, avbryta handeln med ett finansiellt instrument om informationen om instrumentet är asymmetrisk, om informationen är bristfällig eller om emittentens ställning är sådan att handeln skulle kunna skada investerarnas intressen. Dessutom får börsen avbryta handeln om det finansiella instrumentet inte uppfyller de krav som ställs, eller om det finns särskilda skäl hänförliga till emittenten eller det finansiella instrumentet.

Under 2014 har NGM-börsen, med stöd av ovanstående lagregler, inte implementerat något handelsstopp i aktier på NGM Equity eller Nordic MTF.

Däremot har handeln i derivatinstrument noterade på NDX stoppats vid 11 (3) tillfällen (totalt 131 (42) instrument) som en följd av att de marknadsplatser där de underliggande instrumenten är primärnoterade, hade handelsstoppat dessa instrument.

De allra flesta handelsstoppen görs när ett derivatinstrument noterat på NDX nått sin så kallad knock-out/stop-loss nivå. Detta är en barriärnivå som innebär att instrumentet slås ut när det underliggande instrumentet bryter igenom en på förväg bestämd nivå och följaktligen ska då handeln avbrytas. Då utbudet av denna typ av instrument har ökat mycket kraftigt under senare år så har även antalet handelstopp på grund av knock-out ökat kraftigt. Under 2014 stoppades handeln i sådana instrument 9 279 (6 513) gånger, vilket är en uppgång med 42,5 %. Detta förklaras primärt av den ökade marknadsvolatiliteten som var särskilt kraftig under hösten 2014. Avslut som genomförts efter knock-out makuleras. Denna typ av makuleringar inträffade under året 46 (34) gånger. Dock innebär detta att makulering efter knock-out endast krävdes vid 0,5 % (0,5 %) av de tillfällen då ett instrument knockades. Den låga nivån av makuleringar, trots den stora mängden instrument som når knock-out, visar på generellt fungerande rutiner hos emittenterna på NDX och internt på NGM-börsen. Totalt makulerade NGM-börsen under 2014 avslut vid 162 tillfällen (139), där den absoluta majoriteten rörde handel på NDX.

Vid uppgraderingen av Elasticia den 20 oktober infördes en möjlighet för en emittent att automatiskt knocka en produkt då den nått sin knock-out nivå. Syftet är att effektivisera arbetet speciellt vid väldigt volatila marknadsförhållanden när många knockar inträffar under en kort tidsperiod. Marknadsövervakningen kommer alltid att begära in bekräftelsemeddelanden kring alla knockar för att säkerställa att inget instrument knockats felaktigt. När denna rapport författas har dock inte någon emittent aktiverat den automatiska knockhanteringen men förväntas göra så under 2015.

Vid uppgraderingen infördes också möjligheten för medlemmarna att lägga ordrar till marknadspris i handelssystemet. Marknadsövervakningen har sett att en del medlemmar lägger denna typ av order även när marknaden är i Pre-Open. Då emittenterna inte alltid är närvarande med priser direkt vid öppnandet av handeln har dessa ordrar vid ett antal tillfällen orsakat avslut på avvikande priser som har makulerats av börsen. Medlemmarna har uppmanats att se över användandet av denna ordertyp före den kontinuerliga handeln påbörjats.

5. Krav på deltagarna i handeln

En del av Marknadsövervakningens arbete består i att granska och övervaka att medlemmar som deltar i handeln följer de regler som gäller och att de agerar i enlighet med god sed på värdepappersmarknaden. Deltagarnas agerande styrs främst av den finansiella lagregleringen men även av börsens egna medlemsregler.

Som nämnts i inledningen presenterades nya medlemsregler under året där de största förändringarna gjordes kring Direct Market Access och Sponsored Access, vilket var en anpassning till de riktlinjer som ESMA gett ut. Dessa regler trädde i kraft den 1 juli 2014.

NGM-börsens makuleringsriktlinjer rörande handel på NDX uppdaterades den 21 juli 2014. Den största förändringen gällde ett tillägg för de situationer då handel inträffat vid en tidpunkt då priser i det underliggande instrumentet saknas. Detta kan exempelvis ske då prisutvecklingen i det underliggande instrumentet har utlöst en så kallad volatility- eller trading safe guard.

NGM-börsen har vid tre tillfällen under 2014 haft anledning att inleda formella ärenden angående en medlems agerande i förhållande till gällande regelverk. Dessa ärenden har rört medlemmar som i sin handel på NDX på grund av bristande interna rutiner etablerat negativa positioner i instrumenten. Ett av dessa ärenden avslutades med att NGM-börsen riktade kritik mot medlemmen som även baserades på att medlemmen inte heller vidtog tillräckliga åtgärder för att korrigera situationen efter att de aktuella transaktionerna genomförts. Två ärenden är vid upprättande av denna rapport under utredning. I ett av dessa fall ledde medlemmens genomförda transaktioner till att en större mängd avslut fick makuleras av marknadsövervakningen.

En ny medlem tillkom under året, SGP Svenska Garantiprodukter AB. Totalt fanns 26 medlemmar vid NGM-börsen vid årsskiftet 2014/2015.

6. Krav på finansiella instrument

För att NGM-börsens verksamhet skall fungera optimalt krävs att det föreligger förutsättningar för en rättvis, välordnad och effektiv handel beträffande de instrument som tas upp till handel. Förutsättningar för en ändamålsenlig handel kan uppnås på flera sätt. Om ett bolag har ett stort antal aktieägare och en stor så kallad *free float* kommer antalet aktörer i orderboken att vara stort, varpå det finns förutsättningar för handel på rimliga villkor.

Förutsättningar för en ändamålsenlig handel kan även uppnås genom att bolaget anlitar en så kallad likviditetsgarant. En likviditetsgarant har till uppgift att ställa priser i bolagets aktie för att på så sätt tillse att marknads aktörer ges en möjlighet att handla i aktien till rimliga villkor. Garanten ställer då en bestämd volym på både köp- och säljsidan enligt ett på förhand bestämt spreadschema. I samband med uppdateringen av medlemsreglerna den 1 juli 2014 publicerades riktlinjer för likviditetsgaranter på NGM-börsens hemsida. Dessa riktlinjer anger de krav som en aktör ska uppfylla för att bli registrerad i systemet som likviditetsgarant. Om ett bolag

anlitar en aktör för att ställa kurser men kraven enligt dessa riktlinjer inte uppfylls kan denna fortfarande agera som likviditetsfrämjande aktör men kommer då inte att registreras som likviditetsgarant i handelssystemet.

NGM-börsen följer löpande likviditeten i bolagens aktier och kan vid behov initiera en diskussion med ett bolag kring behovet av att en likviditetsgarant anlitas för bolagets aktie, vilket exempelvis skedde i ett ärende under 2013. Under 2014 har dock inte någon sådan situation förelegat.

Vid årsskiftet 2014/2015 anlitate 30 % (30 %) av bolagen på NGM Equity och 46 % (29 %) av bolagen på Nordic MTF likviditetsgarant.

7. Notering på observationsavdelningen

Aktierna i ett noterat eller listat bolag kan under vissa förutsättningar bli placerade på den så kallade observationsavdelningen. Syftet med observationsavdelningen är att upplysa marknaden om en händelse eller ett förhållande angående ett bolags aktier som kan vara av större intresse för investeraren och som kan innebära att risken i investeringen är högre än normalt. Det behöver dock inte alltid vara fråga om att bolaget har misskött sig eller brutit mot några regler. En placering på observationsavdelningen sker under en begränsad tid, normalt högst 6 månader.

Under 2014 har NGM-börsen placerat aktierna i 1 (6) bolag på observationsavdelningen. Aktierna i Coeli Private Equity 2014 PEF P2 placerades på observationsavdelningen på grund av att bolagen ansökt om att avnotera sina aktier från Nordic AIF.

Aktierna i Obducat AB flyttades tillbaka till sin ordinarie position på NGM Equity den 16 maj. Aktierna hade tidigare handlats på observationsavdelningen sedan 3 februari 2011 på grund av finansiell osäkerhet. Bolagets aktier kunde flyttas tillbaka efter att bolaget genomfört en nyemission och erhållit en ren granskningsrapport i årsredovisningen för 2013 där bolagets revisor tagit bort den ”going concern” anmärkning som bolaget erhållit i årsredovisningarna för 2011 och 2012.

Vid årsskiftet 2014/2015 handlades aktierna i 2 (3) bolag, Metallvärden i Sverige AB (MTF) och Free2Move Holding AB (MTF), på observationsavdelningen.

8. Corporate actions

Under 2014 genomfördes 10 (12) nyemissioner med företrädesrätt för aktieägarna i bolag noterade på NGM Equity och listade på Nordic MTF. Behovet av kapital var inte utmärkande för någon särskild sektor utan var jämnt fördelat över branscherna. Dessa emissioner gav upphov till handel i 29 (24) olika finansiella instrument (teckningsrätter, betalda tecknade aktier, teckningsoptioner, konvertibler mm).

Två bolag, Mertiva och Sveriges Bostadsrättscentrum, genomförde inlösenförande under året. Inte något bolag 0 (3) genomförde sammanläggning av aktier under året.

9. Offentliga uppköpserbudanden

Inga offentliga uppköpserbudanden har offentliggjorts angående bolag på NGM Equity (1 under 2013) eller på Nordic MTF (0 under 2013) under 2014.

10. Emittenternas informationsskyldighet

På en finansiell marknad är det av avgörande vikt att samtliga investerare har tillgång till information som påverkar priset på de noterade instrumenten på lika villkor. I händelse av en selektiv informationsgivning eller asymmetrisk informationsstruktur påverkas såväl förtroendet för bolagen och marknadsplatsen som effektiviteten i marknaden negativt. Om en investerare vet eller misstänker att det råder ett informationsunderläge finns det en risk att investeraren väljer att inte delta i marknaden eller söker sig till andra marknadsplatser. Genomlysning av den finansiella marknaden och en väl fungerande informationsspridning är därför mycket viktig och syftar till att alla aktörer ska kunna bedöma sina investeringar utifrån samma förutsättningar.

Emittenternas informationsplikt regleras via NGM-börsens informationsregler samt lagar och föreskrifter. Dessa regler omfattar såväl regelbunden finansiell information som löpande kurspåverkande information om verksamheten. NGM-börsen ser löpande över innehållet i dessa regelverk och övervakar att emittenterna uppfyller kraven enligt dessa regler.

Både regelverken på NGM Equity och Nordic MTF har uppdaterats under året. Regelverket för bolag på NGM Equity ändrades från den 1 juli. De väsentligaste ändringarna vid denna översyn bestod i att regelverket kompletterades med ett antal särskilda bestämmelser som endast är tillämpliga för bolag som är alternativa investeringsfonder enligt definitionen i 1 kap. 2 § i lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder. I uppdateringen av regelverket på Nordic MTF var den största förändringen att regelverket nu anger att kravet på Mentor endast gäller under de första två åren som ett bolag är listat på Nordic MTF. Denna regelförändring gäller från och med den 1 oktober 2014.

10.1 Övervakning av regelbunden finansiell information

NGM-börsen har genom VPML ålagts att övervaka regelbunden finansiell information från emittenter vilkas överlåtbara värdepapper är upptagna till handel på NGM-börsen och som har Sverige som hemmedlemstat.

Syftet med övervakningen, som sker enligt samma ramregelverk vid samtliga reglerade marknader inom EES, är att skydda investerare och upprätthålla förtroendet för värdepappersmarknaden samt att bidra till en konsekvent tillämpning av redovisningsreglerna IFRS i den finansiella rapporteringen inom EES. Detta harmoniserade regelverk bidrar till den kvalitetsstämpel en börsnotering innebär och är avsett att stärka de börsnoterade emittenternas förtroende hos investerare och andra intressenter.

Den svenska övervakningen av den finansiella rapporteringen sköts dels av börserna, NGM-börsen och NASDAQ OMX Stockholm, men även Finansinspektionen har ett direkt övervakningsansvar för svenska bolag noterade på utländsk börs inom EES.

ESMA har under 2014 gjort en översyn av de äldre standarder som legat till grund för hur den europeiska redovisningstillsynen ska bedrivas (CESR 1 och CESR 2). Regelverken antogs under 2003 och 2004 av European Securities Regulators (CESR), numera ESMA. De nya riktlinjerna, *ESMA Guidelines on enforcement of financial information* börjar gälla från och med den 28 december 2014. Den svenska versionen av riktlinjerna återfinns på NGM-börsens hemsida. I riktlinjerna återfinns bestämmelser kring tillsynsorganets organisation. Det anges bland annat att denna måste vara tillräckligt oberoende i förhållande till regeringar, emittenter, revisorer eller andra marknadsaktörer och aktörer på reglerade marknader. Detta innebär att Sveriges organisation av redovisningstillsynen där börserna sköter tillsynen inte uppfyller kraven i de nya riktlinjerna. Båda börserna har tidigare begärt att få bli befriade från sitt ansvar för redovisningstillsynen och en utredning pågår som ska föreslå hur tillsynen över emittenters finansiella regelbundna rapportering (redovisningstillsyn) bör organiseras i framtiden. Utredningen pågår och uppdraget ska redovisas senast den 15 februari 2015. NGM-börsens bedömning är att utredningen kommer att föreslå att tillsynsansvaret flyttas bort från börserna.

Övervakningen av emittenternas regelbundna finansiella information sker inom ramen för Marknadsövervakningen. En fullständig redogörelse för denna övervakning har lämnats i den särskilda årliga rapporten avseende övervakning av regelbunden finansiell information 2014 som finns publicerad på www.ngm.se under fliken *Marknadsövervakning/Regelbunden finansiell information*. Nedan följer en kortare sammanfattning av den granskning som genomförts.

Enligt gällande regelverk ska samtliga emittenter vara granskade inom en period på fem år. Varje år inleds med att ett urval görs för det årets granskning. För 2014 ingick 13 emittenter i populationen och av dessa valdes tre ut för granskning. Det kan tilläggas att samtliga börsnoterade bolags delårsrapporter givetvis också är föremål för en kontinuerlig genomgång ur ett informationsövervakningsperspektiv. Detta är av stor vikt för att upprätthålla en god standard även hos emittenter som inte ingår i det aktuella årets urval. Upptäckter i detta sammanhang kan leda till att en emittent tas in i nästkommande års urval för redovisningstillsynen (riskbaserat urval).

I granskningen för år 2014 har NGM-börsen meddelat beslut i nio ärenden. En granskning avslutades utan påföljd. I sju fall har granskningen avslutats genom ett skriftligt påpekande. Detta har skett i sådana fall där rapporten innehållit avvikelser från reglerna men där dessa bestått i mindre formfel eller andra avvikelser som inte kan anses ha haft någon väsentlig påverkan på bilden av emittenten eller på värderingen av de noterade instrumenten. I ett fall har NGM-börsen riktat en skriftlig anmärkning mot bolaget. Sådan anmärkning används där en rapport har innehållit felaktigheter som bedömts kunna ha en påverkan på bilden av emittenten eller värderingen av de noterade instrumenten men där överträdelsen ändå inte ansetts så allvarlig att ett överlämnande av ärendet till Disciplinnämnden varit påkallat. Det aktuella ärendet rörde ett bolag som i årsredovisningen för 2013 inte hade lämnat upplysning om större kunder i enlighet med IFRS 8 p. 34 trots att en kund stod för betydligt mer än tio procent av omsättningen.

Inget beslut från NGM-börsens granskning har under året varit föremål för diskussion inom EECS¹.

De beslut som har resulterat i en skriftlig anmärkning eller där påpekanden gjorts som har bedömts ha ett allmänt intresse ur ett utbildningsperspektiv, finns att läsa i sin helhet på NGM-börsens hemsida. Ärendena är anonymiserade men beskriver den aktuella frågeställning som ärendet berör.

10.2 Emittenternas informationsgivning i övrigt

Övervakningen av emittenternas efterlevnad av informationsreglerna utgör en mycket viktig del av Marknadsövervakningens arbete. Det handlar främst om att granska emittenternas informationshantering för att tillse att informationen är korrekt, relevant och tydlig samt att den sprids på ett korrekt sätt till marknaden. Dessa regler, som återfinns i informationsregelverk, föreskrifter och lagar, syftar till att alla investerare ska kunna ha tillgång till kurspåverkande information om de handlade bolagen på lika villkor. När ett bolags aktier noteras eller tas upp till handel utfäster sig bolaget att följa reglerna så länge bolagets aktier handlas vid marknadsplatsen.

Vid misstanke om att informationsreglerna överträtts initieras ett formellt ärende och en skriftväxling inleds med det berörda bolaget. Under 2014 initierades 11 (10) formella informationsärenden rörande bolag på NGM Equity och Nordic MTF.

I 7 (9) ärenden har NGM-börsen utdelat kritik mot bolag rörande händelser kring bolagens informationsgivning. Dessa har rört följande ärenden.

Ett bolag på NGM Equity kritiserades i ett fall där bolaget i pressmeddelandet som användes vid offentliggörandet av årsredovisningen inte tydliggjorde att bolagets revisorer lämnat en ören revisionsberättelse. Information om revisorns anmärkning fanns i revisionsrapporten i slutet av årsredovisningen men regel 4.2.4 anger att ett bolag som får en sådan anmärkning tydligt ska redogöra för detta i pressmeddelandet vid offentliggörandet av årsredovisningen.

Ett bolag på NGM Equity kritiserades för att bolaget publicerat en reviderad finansiell målsättning på sin hemsida utan att först ha offentliggjort denna information. Enligt regel 4.1.5 ska information som är potentiellt kurspåverkande offentliggöras så att denna på ett snabbt och icke diskriminerande sätt blir tillgänglig för allmänheten, vilket i praktiken innebär att informationen ska inkluderas i ett pressmeddelande eller en finansiell rapport. Bolaget inkluderade senare motsvarande information i nästkommande delårsrapport.

Ett bolag på NGM Equity kritiserades för att bolaget i dess kvartalsrapport för första kvartalet 2014 hade inkluderat ett nyckeltal som NGM-börsen ansåg riskerade att bli vilseledande för investerare och därmed strida mot regel 4.1.2. Detta gällde särskilt eftersom bolaget inte hade upplyst om alla de poster som ingick i nyckeltalet. I

¹ European Enforcers Coordination Sessions, en form av samrådsmöten mellan redovisningstillsynsansvariga inom Europa där bland annat redovisningsärenden diskuteras.

delårsrapporten för andra kvartalet hade bolaget ändrat presentationsform rörande detta nyckeltal.

Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att bolagets halvårsrapport för 2014 innehöll en post kallad ”övrig intäkt” där det saknades en beskrivning i rapporten kring vad som orsakat denna intäkt. Posten var av engångskaraktär och av mycket väsentlig storlek i förhållande till bolagets intäkter samt till periodens resultat, vilket krävde att denna beskrevs i enlighet med punkt 4.2.3 i regelverket. Bolaget offentliggjorde senare under samma dag en kompletterad rapport med den saknade informationen.

Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att inte ha haft en uppdaterad förteckning över de transaktioner som personer med insynsställning i bolaget genomfört (insynsregister), vilket krävs enligt regelverkets punkt 4.1.7. Insynsregistret är numera uppdaterat.

Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att inte omedelbart ha offentliggjort information om en styrelsemedlems avgång. Alla förslag och förändringar beträffande styrelsen ska offentliggöras genom ett pressmeddelande enligt regelverkets punkt 4.3.4. Informationen offentliggjordes först ett par dagar efter det att bolaget erhållit informationen.

En emittent av värdepapper på NDX kritiserades för att initialt ha publicerat bolagets halvårsrapport för 2014 endast på bolagets hemsida. Rapporten offentliggjordes senare via ett pressmeddelande på uppmaning av NGM-börsen.

Två tematiska undersökningar av de noterade/listade bolagens informationsgivning genomfördes under året. Den första rörde formaliakrav i pressmeddelanden. Ett flertal bolag på NGM Equity erhöll påpekanden främst rörande att dessa saknade upplysning om att informationen i pressmeddelandet var av kurspåverkande karaktär, vilket krävs enligt Finansinspektionens föreskrift FFFS 2007:17 kap 10 paragraf 11. Rörande bolagen på Nordic MTF gällde de flesta påpekanden att bolagen inte inkluderat all formaliainformation i sina pressmeddelanden som krävs enligt punkt 4.1.5 i regelverket för bolag på Nordic MTF. Denna punkt föreskriver att ett pressmeddelande ska innehålla uppgifter om tidpunkt och datum för offentliggörande, bolagets namn, uppgifter om dess hemsida, kontaktuppgifter samt telefonnummer till bolaget. De aktuella bristerna åtgärdades.

Den andra undersökningen rörde den information bolagen på NGM Equity lämnar på sin hemsida. Det rör dels den information Koden kräver ska finnas på hemsidan men även den information som krävs av NGM-börsens regelverk för bolag på denna marknad. Rörande informationen som Koden kräver saknade ett flertal bolag information på hemsidans avdelning för bolagsstyrning rörande revisorns yttrande om bolagsstyrningsrapporten (dock fanns informationen generellt i årsredovisningen på annan plats på hemsidan). Ett annat område med stor förbättringspotential var valberedningarnas motiveringar till de förslag som lämnas till stämman rörande nya styrelseledamöter. Rörande NGM-börsens regelverk gällde de flesta påpekanden att den finansiella kalender som ska återfinnas på hemsidan enligt regelverkets punkt 4.3.12 med årets planerade rapporttillfällen inte var fullständig. Dessa brister åtgärdades. NGM-börsen kunde samtidigt konstatera att samtliga bolag uppfyllde de

krav som ställs kring att en historik av pressmeddelanden och finansiella rapporter ska finnas på hemsidan.

I syfte att skapa en bra grund och en god förståelse för informationens betydelse för den finansiella marknaden, genomgår varje nytt bolag som noteras/listas en utbildning som arrangeras av Marknadsövervakningen på NGM-börsen. Vidare har NGM-börsen ett krav i regelverket för bolagen på NGM Equity som anger att styrelsen och högsta ledningen i dessa bolag ska genomgå en utbildning i NGM-börsens regi. Utbildningarna omfattar såväl regelverk som tolkning och hantering av informationsreglerna. I utbildningen ingår även en genomgång av gällande insiderregler. NGM-börsen har under året anordnat 5 (8) utbildningstillfällen där 17 (28) företrädare för ledning och styrelser i de noterade och listade bolagen har deltagit.

10.3 Övervakning av NGM-börsens regler vid offentliga uppköpserbjudanden

Efter takeover-direktivets implementering i Sverige den 1 juli 2006, har NGM-börsen egna regler rörande offentliga uppköpserbjudanden som ska tillämpas av bolagen på NGM Equity. De regler som då hade tagits fram på området av Näringslivets Börskommitté (NBK) antogs av NGM-börsen som börsens budregler. NBK lades sedan ned under 2010, varvid Kollegiet övertog NBKs arbetsuppgifter, inklusive framtagande av förslag vid revideringar av takeover-reglerna.

Budreglerna anger hur en budgivare skall agera vid ett offentligt erbjudande till ett noterat bolags aktieägare. Det finns vid sidan av dessa regler bestämmelser i lag som exempelvis anger att en budgivare, innan ett bud offentliggörs, måste skriva under ett åtagande gentemot den börs där målbolagets aktier handlas om att följa den börsens budregler. Därigenom är budgivaren kontraktbundet till börsens budregler och ett brott mot dessa kan därför tas upp i börsens Disciplinnämnd.

För bolag listade på Nordic MTF gäller Kollegiets regler rörande offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i svenska aktiebolag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar (Nordic MTF, First North och AktieTorget).

Som beskrevs i inledningen av rapporten har dessa regelverk uppdaterats under året. Det har skett genom att Kollegiet sammankallat en brett sammansatt referensgrupp från marknadsplatser (bland annat NGM-börsen), juridiska och finansiella rådgivare, Aktiespararna, representanter för investerarkollektivet m fl. Denna grupp, som letts av Aktiemarknadsnämndens direktör Rolf Skog, har sedan tagit fram förslag till nya regler på området som sedan marknadsplatserna kan anta som sina takeover-regler.

Vid den första revideringen som trädde i kraft den 1 juli för bolag på NGM Equity rörde ändringarna främst regler för fusioner och fusionsliknande förfaranden. Reglerna innebär bland annat att bolagsstämman i ett börsbolag, som ska övertas genom en fusion eller ett fusionsliknande förfarande, alltid ska godkänna övertagandet med minst två tredjedelars majoritet, varvid det övertagande bolagets röster inte ska räknas. Den 12 december presenterades sedan ytterligare en revision av takeover-reglerna som träder i kraft den 1 februari 2015. I denna revidering införs bland annat ett förbud för budgivare att avkräva målbolaget budrelaterade

förpliktelser, exempelvis exklusivitets- eller informationsförmedlingsåtaganden eller åtaganden om så kallade ”breakup fees”, men med möjlighet att få dispens i ett enskilt fall, exempelvis för åtaganden som förbättrar snarare än försämrar utsikterna till en konkurrensutsatt erbjudandesituation. Reglerna innehåller även en uttrycklig regel som innebär att en budgivare är bunden av förbehållslösa uttalanden som budgivaren gör i anledning av budet, t.ex. huruvida budet kommer att höjas eller förlängas. Motsvarande ändringar har även Kollegiet för svensk bolagsstyrning infört i de takeover-regler som ska tillämpas på handelsplattformar såsom Nordic MTF.

I samband med ett publikt bud till aktieägarna i ett bolag noterat på NGM Equity kontrollerar NGM-börsen att ett åtagande från budgivaren erhållits där denna åtar sig att följa budreglerna. Som informerats om tidigare i rapporten har inga uppköpserbjudanden offentliggjorts till aktieägarna i bolag noterade på NGM Equity under 2014 (1 under 2013).

11. NGM-börsens Disciplinnämnd

NGM-börsen skall enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden ha en disciplinnämnd med uppgift att handlägga ärenden om medlemmars och emittenters överträdelse av de regler som gäller vid börsen. Disciplinnämnden skall bestå av minst fem ledamöter, varav ordföranden och vice ordföranden skall vara lagfarna och erfarna som domare. Av övriga ledamöter skall minst två vara väl insatta i förhållandena på värdepappersmarknaden. Disciplinnämndens ledamöter skall vara oberoende i förhållande till börsen.

Disciplinnämnden var under 2014 oförändrad sedan föregående år och bestod av följande sex ledamöter: f.d. justitierådet Bo Svensson, ordförande, justitierådet Severin Blomstrand, vice ordförande, konsulten Bernt Magnusson ledamot, konsulten Anna Ramel ledamot, advokaten Alf-Peter Svensson ledamot samt f.d. auktoriserade revisorn Sigvard Heurlin ledamot.

Om börsen misstänker att en medlem, en mäklare, ett noterat eller listat bolag har agerat i strid med börsens regelverk kan NGM-börsen besluta att överlämna ärendet till Disciplinnämnden. NGM-börsen utreder misstankarna och handlägger ärendet inledningsvis, men sedan är det Disciplinnämndens uppgift att fälla ett utslag, som eventuellt innehåller en sanktion. Om överträdelsen är allvarlig kan nämnden besluta om avnotering av bolagets aktier eller, i andra fall, ålägga bolaget ett vite om högst 2 miljoner kronor. Rörande en medlem kan disciplinnämnden besluta att medlemskapet ska upphöra eller att medlemmen ska betala ett vite om lägst 100 000 kronor och högst 10 000 000 kronor. Vid bestämmande av vitets storlek ska hänsyn alltid tas till överträdelsens omfattning och omständigheterna i övrigt. Är åsidosättandet mindre allvarligt eller ursäktligt, kan nämnden i stället för att ålägga vite meddela bolaget eller medlemmen en varning. För ett bolag som är listat på Nordic MTF uppgår det maximala vitet till 1 miljon kronor.

NGM-börsen har under 2014 inte överlämnat något ärende till disciplinnämnden. Alla disciplinnämndens historiska beslut återfinns i fulltext på NGM-börsens hemsida www.ngm.se under fliken *Marknadsövervakning/Disciplinnämnd*.

12. Kontakt

Markus Ramström
Chef Marknadsövervakningen

Telefon: 08-566 390 27

Mobil: 0734-20 27 56

E-post: markus.ramstrom@ngm.se