



NGM

NORDIC GROWTH MARKET

Marknadsövervakningsrapport

2016

Innehåll

Inledning	3
1. Årsrapport Marknadsövervakningen	7
2. Noteringar och handel under 2016.....	7
3. Svensk kod för bolagsstyrning	8
4. Regelefterlevnad i handeln och kursbildningen.....	10
4.1 Elektroniskt övervakningssystem	10
4.2 Rapporteringsskyldighet	11
4.3 Handelsstopp.....	12
5. Krav på deltagarna i handeln	13
6. Krav på finansiella instrument	14
7. Notering på observationsavdelningen.....	14
8. Corporate actions	15
9. Emittenternas informationskyldighet	16
9.1 Övervakning av regelbunden finansiell information	16
9.2 Emittenternas informationsgivning i övrigt	18
9.3 Övervakning av NGM-börsens regler vid offentliga uppköpserbjudanden...	21
10. NGM-börsens Disciplinnämnd	22
11. Kontakt.....	23

Marknadsövervakningsrapport 2016

Inledning

Nordic Growth Market NGM AB ("NGM-börsen") som ägs av Börse Stuttgart har Finansinspektionens ("FI") tillstånd att bedriva börsverksamhet. Inom ramen för verksamheten driver NGM-börsen handel på två reglerade marknader. Det är dels NGM Equity (inklusive dess undersegment Nordic AIF), där aktier och andra finansiella instrument emitterade av noterade bolag handlas, och dels Nordic Derivatives Exchange ("NDX") där derivat (exempelvis certifikat, warranter och minifutures), obligationer och andra strukturerade produkter handlas. Utöver de reglerade marknaderna erbjuder NGM-börsen listning och handel på handelsplattformen Nordic MTF. NGM-börsen har verksamhet riktad mot den finska och den norska marknaden genom NDX Finland respektive NDX Norway. Den 11 januari 2016 lanserades även handel på den danska marknaden genom NDX Denmark.

Att en börs åtnjuter förtroende är en av de viktigaste förutsättningarna för att börsen ska 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 marknadsmanipulation. 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 därtill ett stort mått av service till marknadsaktörer exempelvis i form av utbildning av medlemmar och företrädare för de noterade och listade bolagen.

Handeln på NGM-börsens marknader låg på en väldigt hög nivå under början av året med anledning av den kraftiga marknadsvolatilitet som präglade denna period. Ett nytt dagsrekord uppgående till 35 938 avslut sattes den 9:e februari 2016 (det tidigare rekordet uppgick till 34 429) och antalet avslut under februari 2016 var rekordhöga 571 217 (det tidigare månadsrekordet var drygt 439 000). Den brittiska omröstningen gällande dess EU-medlemskap skapade därefter mycket stor turbulens på marknaden mellan den 24-27 juni. Den tyska marknaden (DAX30-index) inledde handeln den 24 juni med en nedgång på drygt 10 %, vilket är en uppseendeväckande rörelse på en så stor marknad som den tyska. Eftersom de svenska och finska NDX marknaderna var stängda den 24 juni med anledning av midsommar, utlöstes de stora kursrörelserna på dessa marknader först på måndagen den 27 juni. Denna dag noterade OMXS30-index en av sina största nedgångar i modern tid (8,42 %). Under dessa två dagar omräknades bland annat 139 st. certifikat på NDX olika marknader på grund av att de underliggande instrumenten nått den nivå där omräkning sker. I praktiken innebär en omräkning att en ny dag simuleras och att certifikatets utveckling under resten av handelsdagen beräknas från den nya nivån. Det stora antalet omräkningar överstiger kraftigt de 50 certifikat som omräknades under den kraftiga marknadsturbulensen den 24-25 augusti 2015 och som fram till dess var rekord i detta sammanhang.

Den totala omsättningen på NDX var under året 97 097 mnkr (114 567,32 mnkr) (omräknat med genomsnittlig kronkurs). Detta är en minskning från föregående år med 15,2 %. Antalet avslut uppgick till 3 061 376 (3 280 847), vilket är en minskning från föregående år med 6,7 %. En stor orsak till minskningen är att volatiliteten på marknaden under det andra halvåret 2016 varit klart lägre än motsvarande period föregående år. Marknadernas utveckling efter omröstningen gällande Brexit präglades generellt av svagt stigande kurser under låg volatilitet, vilket påverkade handeln på NDX negativt. En tydlig trend rörande produkterna på NDX är att handeln ökar när volatiliteten är stor och marknaden faller. Detta gäller särskilt de instrument vars priser ökar vid en nedgång på marknaden (så kallade BEAR-instrument).

På aktiemarknaderna var uppgången i handeln mycket kraftig under året. På NGM Equity steg omsättningen 28 % och antalet avslut 98 %. På Nordic MTF ökade omsättningen med 272 % och antalet avslut med 244 %. Den mycket kraftiga ökningen på Nordic MTF berodde till stor del även på att den heta IPO marknaden gjorde att många nya bolag sökte sig till marknadsplatsen. Netto ökade antalet bolag med 15 stycken (motsvarar en ökning om 79 %), vilket är en rekordartad utveckling.

Den största förändringen som påverkat handeln på NDX var den uppgradering av NGM-börsens egenutvecklade handelssystem Elasticia som genomfördes den 17 oktober. Denna dag introducerades en ny funktionalitet som kallas Order Protection Mode (OPM). Denna funktion används vid handeln i så kallade ETP:er (Exchange Traded Products) såsom warrant, certifikat, minifutures med flera. Ett ETP-instrument kan i många fall ha en stor hävstång och priset på instrumentet kan variera kraftigt. I sådana situationer kan det vara svårt för en investerare att bedöma instrumentets rimliga värde och funktionen har tagits fram för att förhindra att slutkunder handlar på felaktiga priser om instrumentets market maker (generellt sett är detta även instrumentets emittent) inte finns i orderboken. Ur ett historiskt perspektiv har de flesta av de avslut som skett på avvikande kurser inträffat runt öppningen av handeln, innan market maker kommer in med priser på morgonen (en market maker kan generellt sett inte kvotera priser innan handeln i de underliggande

instrumenten har öppnat) och berört kunder som lagt så kallade flerdagsorder som inte justerats för de prisförändringar som exempelvis skett mellan två handelsdagar. Avvikande avslut har dock även skett vid andra tillfällen under handelsdagen exempelvis i samband med tekniska problem hos market makern, när någon investerare handlar större volym är vad market makern kvoterar varvid restposten ”går vidare i orderboken”, om ett instrument blir utsålt med konsekvens att ingen säljkurs kan ställas osv. OPM-funktionen, vilken är ett skydd för investerare, förhindrar i dessa fall att avslut exekveras på felaktiga kurser. Funktionen innebär dessutom att avslut aldrig exekveras till en sämre kurs än den som instrumentets market maker kvoterar. I praktiken innebär funktionen att avslut bara kan ske om instrumentets market maker har en dubbelsidig kvotering (det vill säga både en köporder och en säljorder) i marknaden. Investerarna kan fortfarande handla innanför market makerns spread när denne kvoterar priser men om inte market makern finns i orderboken kan avslut inte exekveras. En order som kommer in när market makern är frånvarande läggs i orderboken som då kommer att vara i ett stadie som kallas Order Protection Auction (OPA). När market makern inkommer med priser inleds en auktion och exekvering av order med korsande kurser genomförs. På NGM-börsens hemsida visas en röd varningsflagga i instrumentlistan och på instrumentets så kallade microsida för instrument som inte har OPM aktiverat (i skrivande stund är OPM endast inaktiverat på instrument utgivna av Morgan Stanley, som har ändelsen AVA i kortnamnet). När ett instrument handlas i en OPA markeras detta istället med en blå hammare.

Rörande aktiemarknaderna har regelverken för NGM Equity och Nordic MTF uppdaterats till följd av Marknadsmissbruksförordningen (”MAR”) som trädde i kraft den 3 juli. Den absoluta majoriteten av ändringarna i NGM-börsens regelverk var påkallade av MAR, exempelvis ersattes begreppet ”kurspåverkande information” av ”insiderinformation” i enlighet med definitionen i MAR. Trots att begreppen skiljer sig åt förväntar sig NGM-börsen inte någon avsevärd skillnad i frågan om när ett offentliggörande i praktiken sker enligt regelverkets generalklausul. MAR kommer dock att leda till större administrativa bördor för de noterade bolagen i och med att bolagen exempelvis kan behöva skjuta upp ett offentliggörande vid fler tillfällen än vad som tidigare var fallet. Detta mot bakgrund av att utgångspunkten i MAR är att även mellanliggande steg i en pågående process kan vara att se som insiderinformation som skall offentliggöras. Ifall ett bolag inte kan offentliggöra informationen i det stadiet kan dock offentliggörandet skjutas upp om vissa villkor är uppfyllda. Dessa villkor är:

- Ett omedelbart offentliggörande skadar bolagets sannolikt legitima intressen
- Det är inte sannolikt att ett uppskjutet offentliggörande vilseleder allmänheten
- Emittenten kan säkerställa att informationen förblir konfidentiell

Om ett offentliggörande skjuts upp ska bolaget dokumentera på vilket sätt ovanstående villkor är uppfyllda. NGM-börsen ska meddelas rörande att ett uppskjutande har skett och bolaget ska även kontakta Finansinspektionen efter att informationen offentliggjorts och informera om att bolaget hade skjutit upp offentliggörandet av denna.

Reglerna om återköp för bolag på NGM Equity ändrades den 3 juli dels som en följd av MAR och dels i syfte att harmonisera reglerna på den svenska

värdepappersmarknaden. Den största förändringen beträffande återköpstransaktioner är att dessa, enligt de nya reglerna, ska rapporteras inom sju börsdagar från dagen för köpet eller försäljningen. Tidigare gällde att sådana transaktioner skulle rapporteras senast 30 minuter före handelsdagens start dagen efter att transaktionen genomfördes. Transaktionerna ska som tidigare anmälas till NGM-börsen och publiceras på NGM-börsens hemsida.

Den största förändringen i regelverket för Nordic MTF var att kravet på ett insynsregister på bolagens hemsida togs bort. Detta mot bakgrund av att insynspersoner i bolag som handlas på en MTF-marknad efter den 3 juli 2016 ska rapportera transaktioner som genomförs till Finansinspektionen enligt samma regler som gäller för ett bolag som är noterat på en reglerad marknad såsom NGM Equity. Insynsrapporteringen ändras även till att ske inom tre affärsdagar från transaktionsdatumet, vilket är en minskning från de fem dagar som gällde tidigare. Rapporteringsskyldigheten gäller dock endast om transaktionerna under ett kalenderår överstiger 5 000 euro. Notera dock att även den transaktion som resulterar i att transaktionsbeloppet uppnås eller överskrids ska rapporteras.

Med MAR infördes vidare en skyldighet för bolag som är listade på en MTF att upprätta och föra en insiderförteckning (en s.k. loggbok). Denna ska, såsom tidigare gällt för bolag på en reglerad marknad, upprättas när sådana händelser inträffar vilka innebär att personer som arbetar för bolaget får tillgång till insiderinformation. Alla personer som förekommer i loggboken ska dessutom bekräfta att de är medvetna om de rättsliga skyldigheter som detta innebär.

Den 3 juli 2016 infördes nya riktlinjer i EU gällande så kallade alternativa nyckeltal (Alternative Performance Measures – ”APM”). Finansinspektionen har informerat om att myndigheten anser att dessa riktlinjers legala ställning är att jämföras med svenska allmänna råd. Riktlinjerna träffar även icke-finansiella företag. APM-riktlinjerna ska inte bara tillämpas på finansiella rapporter och prospekt utan även på pressmeddelanden som offentliggörs i enlighet med MAR. Exempelvis i samband med förvärv är det särskilt viktigt att de nyckeltal som presenteras kring det förvärvade bolaget innehåller den information dessa riktlinjer kräver. Detta kan exempelvis gälla nyckeltal som EBITDA och justerad EBIT. För investerare är det extra viktigt att få information rörande hur dessa nyckeltal har definierats om definitionen skiljer sig från praxis på marknaden. I de fall den information som krävs av APM-riktlinjerna inte kan lämnas ska ett sådant nyckeltal inte inkluderas i pressmeddelandet.

Den 5 september 2016 noterade Société Générale en ny typ av värdepapper på NDX, kallad intervallcertifikat. Detta var första gången som värdepapper av detta slag noterades på den svenska marknaden. Dessa värdepapper finns i tre typer där ett *undercertifikat* betalar ut en fast avkastning om det underliggande instrumentet under löptiden inte noteras över barriärnivån. Ett *övercertifikat* betalar ut en fast avkastning om det underliggande instrumentet inte noteras under barriärnivån under löptiden. Slutligen sker en utbetalning för ett *inlinecertifikat* om det underliggande instrumentet under löptiden inte slår i vare sig den övre eller den undre barriärnivån. Handeln i dessa instrument har hittills inte varit så omfattande.

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 2016

(siffrorna inom parentes avser förhållandena vid utgången av år 2015)

Intresset från bolag för att lista sina aktier på Nordic MTF låg under året på rekordnivåer. Under 2016 listades aktier i 16 (5) bolag på denna marknad; - Sensori AB, Dividend Sweden AB, Real Holding i Sverige AB, FrontOffice Nordic AB, Mobilåtervinning i Sverige AB, Quartiers Properties AB, Computer Innovation i Växjö AB, Gold Town Games AB, A Uni-light LED AB, IQS Energi Komfort AB, Three Gates AB, Eyeonid Group AB, WilLak AB, Ripasso Energy AB, Transiro Int. AB samt Nickel Mountain Resources AB.

På Nordic AIF, som är en lista för alternativa investeringsfonder, noterades aktier i Svenska Bostadsfonden 14 AB.

Under året har tre bolag avnoterats eller avlistats från NGM-börsen. Aktierna i NGS Group AB avnoterades från NGM Equity och handlas för närvarande på NASDAQ Stockholm ("NS"). Aktierna i Hedera Group AB avlistades från Nordic MTF och handlas för närvarande på First North. På Nordic AIF avlistades aktierna i Coeli Private Equity 2015 PEF 2 på bolagets egen begäran och dessa aktier är för närvarande inte noterade på någon marknadsplats.

Vid årsskiftet 2016/2017 fanns 9 (10) bolag på NGM Equity, 34 (19) på Nordic MTF och 1 (1) på Nordic AIF.

Omsättningen på NGM-börsens olika aktiemarknader utvecklades mycket starkt under 2016. På NGM Equity var omsättningen 749,46 mnkr (586,79 mnkr), vilket är en uppgång med 27,7 %. Antal avslut var 97 693 (49 225), en ökning med 98,5 %. På Nordic MTF var omsättningen 3 772,93 mnkr (1 013,86 mnkr), en ökning med 272,7 %. Antal avslut var 377 808 (109 818), en ökning med 244,0 %. Den mycket kraftiga ökningen visar på ett fortsatt stort intresse för handel i mindre och medelstora bolags aktier och att privata investerare har haft en tämligen stor riskaptit på aktiemarknaden under året. Detta har som beskrivits ovan även inneburit att IPO-marknaden varit het på hela svenska marknaden under året. Rörande aktiehandeln kan det även noteras att många mindre bolags aktier har haft en väldigt varierande handel som tidvis varit mycket hög men även tidvis klart begränsad. Det förefaller finnas ett ganska stort antal investerare eller traders som samlas i de aktier som för stunden rör sig kraftigt, varpå dessa sedan rör sig vidare till andra hetare aktier. Det har i flera fall noterats snabba kursuppgångar i enskilda aktier som inte alltid har föregåtts av ny kurspåverkande information om bolagen utan snarare förefaller vara en effekt av att en grupp investerare skrivit positivt om bolagens aktier på chatforum där aktier diskuteras. Flera av dessa uppgångar har sedan mattats av rätt snabbt och kursen har återgått till den nivå den startade på. Det är som alltid viktigt att alla investerare läser på om de bolag som de handlar i och bildar sig en egen uppfattning om bolagen och inte bara köper aktier på grundval av de kommentarer som lämnas på exempelvis olika aktieforum

Den totala omsättningen på NDX var under året 97 097 mnkr (114 567,32 mnkr) (omräknat med genomsnittlig kronkurs). Detta är en minskning från föregående år med 15,2 %. Antalet avslut uppgick till 3 061 376 (3 280 847), vilket är en minskning från föregående år med 6,7 %. Minskningen är främst en konsekvens av att volatiliteten på marknaden under det andra halvåret 2016 varit klart lägre än motsvarande period föregående år. Mest handlade instrument på NDX Sweden var instrument med OMX-index, DAX-index och Olja som underliggande. På NDX Finland var instrument med DAX-index, Nokia och Olja de mest populära underliggande. På NDX Norway var Olja, OBX-index och REC de mest populära underliggande. På NDX Denmark var DAX-index, Genmab och Novo Nordisk de mest populära underliggande. Antalet noterade instrument på NDX (Sweden, Finland, Norway och Denmark) uppgick vid utgången av 2016 till 10 996 (10 329), en ökning med 6,4 %. Att antalet instrument varit tämligen stabilt under året beror till största del på att det inte skett några förändringar rörande antalet emittenter av ETP:er under 2016.

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 som trädde i kraft den 1 juli 2008 ska tillämpas av alla bolag vars aktier är noterade på en reglerad marknad. Koden är ett led i näringslivets självreglering med syfte att förbättra bolagsstyrningen i svenska

börsnoterade bolag. Koden 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.

Att anpassa ett bolag till Koden innebär en hel del inledande arbete eftersom både rutiner och styrningsmodeller ska anpassas 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 särskilt betungande för de noterade bolagen och det sker inte heller så stora förändringar från år till år i Kodens bestämmelser.

Koden har under åren reviderats vid några enstaka tillfällen och den nuvarande versionen trädde i kraft den 1 december 2016. Vid denna revidering gjordes några mindre ändringar med anledning av EU-direktivet om rapportering om hållbarhet och mångfaldspolicy och de svenska lagändringar som görs på grundval därav. Kollegiet hade även utfärdat tre anvisningar under det gångna året med anledning av implementeringen i svensk rätt av direktivet och förordningen om revisorer och revision, direktivet om icke-finansiell information m.m. samt marknadsmissbruksförordningen. Dessa anvisningar implementerades vid revideringen i Koden.

För mer information om respektive anvisning se bifogad länk:

http://www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Archive/441/Pressmeddelande_1_juni_2016.pdf

http://www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Archive/441/Pressmeddelande_2016-06-29_anvisning_2-2016.pdf

http://www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Archive/441/Pressmeddelande_anvisning_3-2016.pdf

Frågan rörande mångfald i styrelsen har fortsatt att vara hett omdebatterad under året. Regeringen har föreslagit en ändring av aktiebolagslagen som innebär att minst fyrtio procent av styrelseledamöterna i ett aktiemarknadsbolag ska vara av vardera kön. Avsikten är att lagändringen ska påskynda en positiv förändring av könsfördelningen både i fråga om styrelsen men även andra ledande befattningar i näringslivet. NGM-börsen angav i sitt remissvar att NGM-börsen är positiv till mångfald i styrelser men att detta bäst behandlas genom självreglering och inte genom ny lagstiftning. Vid lagstiftning anser NGM-börsen att endast de största börsbolagen i Sverige bör omfattas och inte samtliga börsbolag.

NGM-börsen har varit i kontakt med alla bolag på NGM Equity och särskilt uppmärksammat dessa på frågan avseende mångfald i styrelsen. Bolagen har angivit att frågan tas på stort allvar och att man aktivt söker att rekrytera kvinnor till styrelserna. Bolag verksamma inom råvaru- och prospekteringsbranschen pekar dock särskilt på att de ser stora svårigheter i att finna lämpliga kandidater för att jämna ut könsfördelningen i styrelsen mot bakgrund av att antalet kvinnor som är verksamma i dessa branscher är begränsat. Till följd av att antalet bolag på NGM Equity endast består av 9 bolag får enskilda bolags fördelning en stor påverkan på den övergripande

andelen kvinnor i styrelserna. Att andelen kvinnor i styrelserna på NGM Equity minskat från 11,54 % förra året till 9,43 % i år beror till stor del på att NGS Group AB, som hade en tämligen jämn könsfördelning i styrelsen, avnoterade sina aktier från NGM Equity under 2016. Dock kan konstateras att även oräknat denna effekt är bolagen sammantaget en bra bit från det mål som Kollegiet angett för stora bolag på 35 % kvinnliga ledamöter under 2017. Mot bakgrund av att företrädare för bolagen och dess valberedningar angett att man arbetar aktivt med frågan finns det anledning att tro att andelen kvinnor kommer att öka framöver.

Vid den genomgång NGM-börsen gör av bolagens tillämpning av Koden kan det noteras att det inte skett några större förändringar från föregående år rörande avvikelser från Koden, vilket är naturligt eftersom inget nytt bolag tillkommit bland de som tillämpar Koden på NGM Equity. Flest avvikelser rapporteras såsom tidigare rörande valberedningens sammansättning och arbete samt rörande att styrelsen valt att inte inrätta utskott för sitt arbete. I likhet med 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 sätt 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 som heter 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 en nöjaktig förklaring till förändringen identifierats. För de fall att utredningen av larmet ger

upphov till misstanke om marknadsmanipulation eller misstänkt insiderhandel rapporteras detta till FI, för mer information se avsnitt 4.2.

Under året har en ny version av övervakningssystemet börjat användas. Denna är flexiblare än tidigare versioner och ger exempelvis möjlighet till att individanpassa gränssnittet till systemet. Denna version inkluderar även en del nya larmtyper såsom ett larm kallat "Circular movement" som används för att upptäcka situationer där enskilda investerare upprepat handlar aktier med varandra. Denna typ av handel kan självfallet vara helt legitim men det kan även finnas situationer när denna typ av handel har andra syften som kan vara att anse som marknadsmanipulationer.

Antalet larm i systemet uppgick under 2016 till 141 891 (188 250), vilket är en minskning med 24,6 % jämfört med 2015. Denna minskning är främst en effekt av att marknadsövervakningen i början av året gjorde en större översyn av de larm som genereras i handeln på NDX och finjusterade ett antal larmparametrar. Detta gjorde att antalet larm rörande dessa instrument sjönk substantiellt utan att kvaliteten på övervakningen påverkades. Generellt gäller att antalet larm varierar kraftigt under året beroende på nyhetsflödet och den övergripande volatiliteten i marknaden.

4.2 Rapporteringsskyldighet

Enligt 10 § i Marknadsmissbrukslagen ska NGM-börsen rapportera misstänkta transaktioner till FI om det kan antas att transaktionerna utgör eller har samband med insiderbrott eller marknadsmanipulation.

Under 2016 anmälde NGM-börsen 13 (9) ärenden till FI. Av dessa anmälningar avsåg 7 (6) misstankar om insiderbrott och 6 (3) misstanke om marknadsmanipulation.

Antalet ärenden som anmälts har ökat något sedan föregående år, vilket även är en trend som framgår i den statistik som FI publicerar på en aggregerad nivå för branschen i stort, se länken nedan

<http://www.fi.se/Tillsyn/Statistik/Marknadsmissbruk/Anmalt-till-aklagare>.

Ett antal av de anmälningar som lämnats in av NGM-börsen har rört det som vanligen refereras till såsom "enpetare", det vill säga att en aktör i en illikvid aktie köper ett fåtal aktier i en transaktion som inte kan anses ha någon egentlig kommersiell mening. Detta sker vid upprepade tillfällen och handeln påverkar substantiellt senaste betalkursen i aktien uppåt. Bakgrunden till varför denna handel skett har varit att aktören haft en större säljorder på en högre nivå i orderboken och velat få andra aktörer i marknaden att "hänga på" den prisuppgång som avsluten kan resultera i för att få sin säljorder exekverad. Denna typ av beteende är att anse som marknadsmanipulation då de icke kommersiella transaktionerna riskerar att vilseleda marknadsaktörer rörande prisbildningen i den aktuella aktien. Detta beteende har tidigare förekommit på andra marknader men inte varit så pass vanligt förekommande på NGM-börsens marknader.

Stockholms tingsrätt meddelade den 22 december 2016 dom i det uppmärksammade "aktiebloggsålet" (mål nr. B 5189-15). Målet är extra intressant eftersom det utgör

ett så kallat pilotmål, det vill säga det första i sitt slag där någon har dömts för att ha ”haussat” olika bolags aktier på internet.

Studenterna O.K. och J.D. hade under perioden den 2 januari 2014 till och med den 13 april 2015 handlat aktier i bolag som är verksamma inom Biotech-branschen och vars aktier bland annat var noterade på NGM-börsen. O.K. och J.D. hade köpt aktier och därefter spridit missvisande information om sig själva samt lämnat analyser som resulterat i mycket starka köprekommendationer, vilket resulterade i att aktiekurserna steg kraftigt. Dessa personer hade inte informerat om sina aktieinnehav i bolagen och sålde hela sina aktieinnehav efter de kursuppgångar som följde på publiceringarna, vilket medförde en total vinst uppgående till ca 2,5 mnkr.

Åklagarna Jan Tibbling och Pontus Hamilton yrkade på fängelse i ett år samtidigt som O.K. och J.D. nekade till brott. O.K. och J.D. anförde bland annat att de hade använt sin yttrandefrihet när de bloggade om bolagen, att deras handelsmönster hade utgjort ”vanlig trading” samt att den kurspåverkande handeln berodde på ”feltryckningar”. Stockholms tingsrätt dömde de båda till villkorlig dom och dagsböter, bland annat eftersom de vidtagna handlingarna var kursmanipulerande och kan sägas ha vilselett marknaden. O.K:s och J.D:s åtgärder betraktades även som ”extraordinära”, bland annat för att brotten genomfördes vid ett flertal tillfällen samt utgjorde en del av en brottsplan som var ägnad att otillbörligen påverka priset på respektive aktie. Utöver den villkorliga domen och dagsböter förverkades även den sammanlagda vinsten om ca 2,5 miljoner kronor såsom utbyte av brott.

Det bör noteras att åklagaren Jan Tibbling uttalade att han ansåg att påföljden var låg och eftersom Ekobrottsmyndigheten är intresserade av ett prejudikat på området är det möjligt att fallet går vidare till Svea hovrätt. En överklagan ska ha inkommit till hovrätten senast den 12 januari 2017.

4.3 Handelsstopp

Enligt 22 kap VPML får börsen, efter samråd med FI, 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 2016 har NGM-börsen, med stöd av ovanstående lagregler, inte implementerat något handelsstopp i aktier på NGM Equity. Handeln med aktierna i Fortnox AB på Nordic MTF stoppades den 27 juni. Detta i avvaktan på information från budgivaren Visma kring att bolaget inte avsåg att fullfölja sitt bud till aktieägarna i Fortnox. Handeln återstartades senare samma dag efter att den aktuella informationen hade offentliggjorts.

Handeln i derivatinstrument noterade på NDX har stoppats i enlighet med paragraf 5 i lagen ovan vid 3 (3) tillfällen (totalt 45 [121] instrument) som en följd av att de

marknadsplatser där de underliggande instrumenten är primärnoterade, stoppat handeln i dessa instrument.

NGM-börsen har utöver de regulatoriska handelsstopp som omnämns ovan även en möjlighet att göra så kallade tekniska handelsstopp. De allra flesta handelsstoppen av denna typ 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. Som ett resultat av att utbudet av denna typ av instrument har ökat mycket kraftigt under senare år har även antalet handelstopp på grund av knock-out ökat kraftigt. Under 2016 stoppades handeln i sådana instrument 14 335 (13 614) gånger, vilket är en mindre uppgång med 5,4 %. Detta förklaras primärt av den kraftiga marknadsvolatiliteten under våren 2016. Avslut som genomförts efter knock-out makuleras. Denna typ av makuleringar inträffade under året 36 (61) gånger. Dock innebär detta att makulering efter knock-out endast krävdes vid 0,25 % (0,45 %) av de tillfällen då ett instrument knockades. Införandet av OPM den 7 november innebär att handel efter knock-out bara kan ske i de fall då emittenten inte har slutat kvoter priser då instrumentets underliggande passerade den aktuella knock-out nivån. Detta kan ske i enskilda fall men är mycket ovanligt. Införandet av OPM har därmed i stort sett undanröjt risken för handel efter knock-out.

Totalt makulerade NGM-börsen under 2016 avslut vid 101 tillfällen (182), där den absoluta majoriteten rörde handel på NDX. Eftersom OPM undanröjer risken för att investerare gör avslut på felaktiga priser när instrumentets emittent inte kvoterar priser kommer alla typer av makuleringar i handeln på NDX att gå ner kraftigt.

5. Krav på deltagarna i handeln

En del av Marknadsövervakningens arbete består i att granska och övervaka att de 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.

NGM-börsens medlemsregler har inte uppdaterats under året utan den senaste versionen gäller från den 1 juli 2014 och återfinns på NGM-börsens hemsida.

NGM-börsen har vid ett tillfälle under 2016 haft anledning att inleda ett formellt ärende angående en medlems agerande i förhållande till gällande regelverk där detta gällde medlemmen i dess egenskap av emittent på NDX. Ärendet rörde en situation där medlemmen kvoterade felaktiga priser i flera instrument på grund av att man inte justerat för ny information om den underliggande tillgången. Mot bakgrund av att avsluten avvek väsentligt från väsentligt från instrumentens teoretiska värden makulerades dessa. En omständighet som medförde särskild kritik från NGM-börsen var att emittenten tidigare hade informerats av marknadsövervakningen om de aktuella omständigheterna men hade underlåtit att vidta tillräckliga åtgärder för att undvika de felaffärer som sedermera inträffade.

Inga nya medlemmar tillkom under året. Remium AB upphörde som medlem men deras sina kunder erbjuds handel på NGM-börsen via en annan medlem. Totalt fanns 24 medlemmar vid NGM-börsen vid årsskiftet 2016/2017.

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 (LG). En LG 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. En LG ställer en bestämd volym på både köp- och säljsidan enligt ett på förhand bestämt spreadschema. Riktlinjer för en LG återfinns på NGM-börsens hemsida under fliken *Regelverk*. 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 LG i handelssystemet.

Dessa riktlinjer uppdaterades rörande Nordic MTF under perioden och de nya riktlinjerna trädde i kraft den 1 augusti 2016. För en LG på Nordic MTF gäller från detta datum att det finns två alternativ för kvoteringen med avseende på spread (skillnad mellan köp- och säljkurs) och volym. En LG kan antingen ställa priser med en maximal spread på 8 % och med 10 000 kronor på varje sida eller med en maximal spread på 6 % och 5 000 kronor på varje sida. Större spread kan användas om aktiekursen understiger 1 kr. För mer detaljer, se riktlinjerna på denna länk: <http://www.ngm.se/wp-content/uploads/2016/07/Liquidity-Provider-Guidelines-20160801.pdf>

NGM-börsen följer löpande likviditeten i bolagens aktier och kan vid behov initiera en diskussion med ett bolag kring behovet av att en LG anlitas för bolagets aktie. Den ökade handeln på aktiemarknaderna har, såsom beskrivits tidigare i denna rapport, generellt sett gjort att orderböckerna är klart mer välfyllda än under tidigare år och att behovet av en LG därför har minskat. Vid årsskiftet 2016/2017 anlidade 33 % (40 %) av bolagen på NGM Equity och 34 % (47 %) av bolagen på Nordic MTF en LG.

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 eller bolagets ställning i övrigt som kan vara av större intresse för investeraren och som kan innebära att risken i investeringen är högre än normalt. Handeln med aktierna

sker på samma sätt som tidigare men bolagets aktier flaggas i systemet som att vara under observation. Vidare skickas ett så kallat börsmeddelande ut av NGM-börsen som informerar om anledningen till att aktierna placeras på observationsavdelningen. Det behöver inte nödvändigtvis vara fråga om att bolaget har misskött sig eller brutit mot några regler utan en placering på observationsavdelning kan exempelvis föranledas av att bolagets aktier är föremål för ett offentligt erbjudande om aktieförvärv. En placering på observationsavdelningen sker normalt under en begränsad tid om inte särskilda skäl föreligger.

Under 2016 har NGM-börsen placerat aktierna i 6 (4) bolag på observationsavdelningen. Aktierna i Concent Holding AB (Nordic MTF) placerades på observationsavdelningen på grund av väsentlig osäkerhet rörande bolaget efter att dess revisor KPMG hoppat av sitt uppdrag i förtid och bolaget annonserat att man avser att genomföra strukturförändringar. Aktierna i Crown Energy AB (NGM Equity) och Ascenditur AB (Nordic MTF) placerades på observationsavdelningen på grund av planerade väsentliga förändringar av respektive bolags verksamhet. Aktierna i NGS Group AB (NGM Equity) och Coeli Private Equity 2015 (Nordic AIF) placerades på observationsavdelningen med anledning av att bolagen ansökt om avnotering av sina aktier från NGM-börsen. Fortnox AB (Nordic MTF) placerades på observationsavdelning med anledning av att Visma AS offentliggjorde ett bud till aktieägarna i bolaget.

Aktierna i 4 bolag återfördes till ordinarie handel under året. Aktierna i Fortnox återfördes efter det att Visma AS dragit tillbaka sitt erbjudande om aktieförvärv. Aktierna i Metallvärden i Sverige AB (Nordic MTF), Free2Move Holding AB (Nordic MTF) och ASTG AB (Nordic MTF) återfördes med anledning av att NGM-börsen inte längre ansåg att väsentlig osäkerhet förelåg kring bolagens finansiella situation.

Vid årsskiftet 2016/2017 handlades aktierna i 5 (6) bolag på observationsavdelningen. Utöver de ovan nämnda gäller detta för aktierna i Exeotech Invest AB (Nordic MTF) och Scandinavian Organics AB (Nordic MTF) som handlats under observation under hela 2016.

8. Corporate actions

Under 2016 genomfördes 8 (7) 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 20 (18) olika finansiella instrument (teckningsrätter, betalda tecknade aktier, teckningsoptioner, konvertibler mm).

Inget bolag genomförde inlösenförande under året. Ett bolag (2), Briox AB genomförde sammanläggning av aktier under året.

9. Emittenternas informationsskyldighet

På en finansiell marknad är det av avgörande betydelse att samtliga investerare har tillgång till information som kan påverka 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 har kunskap om 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 informations spridning 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.

Som beskrevs i inledning av denna rapport trädde nya regelverk för NGM Equity och Nordic MTF i kraft den 3 juli 2016. Dessa förändringar gjordes huvudsakligen med anledning av att MAR då trädde i kraft. De fullständiga regelverken för NGM Equity och Nordic MTF återfinns på NGM-börsens hemsida under fliken *Regelverk*.

9.1 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 av börserna, NGM-börsen och NS, men även FI har ett direkt övervakningsansvar för svenska bolag noterade på utländsk börs inom EES.

Som beskrivits tidigare i rapporten infördes nya riktlinjer i EU om alternativa nyckeltal ("APM") den 3 juli 2016. Med ett alternativt nyckeltal avses enligt dessa riktlinjer ett finansiellt mått över historisk eller framtida resultatutveckling, finansiell ställning, finansiellt resultat eller kassaflöden. Det är inte ett sådant finansiellt mått som definieras eller anges i tillämpliga regler för finansiell rapportering (t.ex. IFRS). Riktlinjerna är tillämpliga på värdepapper upptagna till handel på reglerad marknad och gäller för rapporter upprättade efter den 3 juli 2016. Finansinspektionen har

informerat om att myndigheten anser att riktlinjernas legala ställning är att jämställa med svenska allmänna råd. Riktlinjerna träffar inte bara finansiella företag utan även icke-finansiella. APM-riktlinjerna ska inte bara tillämpas på finansiella rapporter och prospekt utan även på pressmeddelanden som offentliggörs i enlighet med MAR. Exempelvis i samband med förvärv är det särskilt viktigt att se till de nyckeltal som presenteras gällande det förvärvade bolaget innehåller den information dessa riktlinjer kräver. Detta kan exempelvis gälla nyckeltal som EBITDA och justerad EBIT. Det är av särskild vikt för en investerare att få information om hur dessa nyckeltal har definierats om definitionen skiljer sig från praxis på marknaden. Ifall den information som krävs enligt APM-riktlinjerna inte kan lämnas, ska ett sådant nyckeltal inte inkluderas i pressmeddelandet.

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 2016 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 2016 ingick 15 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 2016 har NGM-börsen meddelat beslut i sju ärenden.

I två fall avslutades granskningen med att en anmärkning riktades 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 trots detta inte ansetts vara så pass allvarlig att ett överlämnande av ärendet till Disciplinnämnden varit påkallat. Den första anmärkningen rörde ett bolag som i årsredovisningen för 2015 inte hade redovisat information kring bolagets finansiella kostnader trots att dessa var väsentliga. Det saknades bland annat information om motpart och villkor. Bolaget hade inte heller offentliggjort en fullständig årsredovisning i enlighet med årsredovisningslagen eftersom en revisionsberättelse saknades vid det initiala offentliggörandet. På uppmaning av NGM-börsen offentliggjorde bolaget kort därefter en kompletterad rapport som innehöll en revisionsberättelse. Den andra anmärkningen berörde ett bolag som i halvårsrapporten inte redovisat köpeskilling eller förvärvsanalys i enlighet med IFRS 3 samt underlåtit att rätta väsentliga fel i enlighet med IAS 8. Bolaget valde sedermera att offentliggöra en korrigerad rapport men bolaget kunde mot bakgrund av bristerna inte undgå att tilldelas en anmärkning för de brister som fanns i den ursprungliga rapporten.

I fyra ärenden har NGM-börsen avslutat granskningen med påpekanden. 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.

En granskning avslutades utan påföljd.

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

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

Den 11 mars 2015 publicerades SOU 2015:19, "Ny ordning för redovisningstillsyn", vari det föreslogs att FI ska överta ansvaret från de svenska börserna för övervakningen av regelbunden finansiell information. Finansdepartementet meddelade dock i början på december 2015 att det planerade skiftet av ansvaret för redovisningstillsynen inte skulle komma att ske på det planerade datumet på grund av hög arbetsbelastning på departementet med implementeringen av kommande EU-regleringar. I meddelandet angavs att ett skifte inte kommer att kunna ske före årsskiftet 2017/2018. Ingen ny officiell information har publicerats rörande denna fråga. NGM-börsen blev dock vid ett möte i oktober 2016 informerad av FI om att en diskussion förs med Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden avseende ett förslag som, såvitt NGM-börsen förstår, skulle kunna innebära en självregleringslösning av den framtida redovisningstillsynen. Diskussionerna är dock på ett så tidigt stadiet att det inte finns några garantier för att en lösning i denna riktning kommer att förespråkas. NGM-börsen följer utvecklingen av detta men kommer även under 2017 att vara ansvariga för redovisningstillsynen.

9.2 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 i syfte 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 åtar 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 2016 initierades 13 (15) formella informationsärenden rörande bolag på NGM Equity och Nordic MTF samt emittenter på NDX.

I 11 (8) ärenden har NGM-börsen utdelat kritik mot bolag eller emittenter rörande händelser kring bolagens/emittenternas informationsgivning. Dessa har rört följande områden:

Sex av dessa ärenden rörde händelser i förhållande till offentliggörandet av finansiella rapporter. Två fall rörde emittenter av värdepapper noterade på NDX vilka offentliggjorde finansiella rapporter senare än de två månader från utgången av rapporteringsperioden som punkt 5.2.2 i regelverket kräver. Det första fallet rörde en bokslutskommuniké och det andra en halvårsrapport. Emittenterna, vars värdepapper vid dessa tillfällen nyligen hade noterats på NDX, anförde att misstagen primärt var ett resultat av felaktig information från de rådgivare som bolagen anlitat. Vidare anfördes även att åtgärder vidtagits med anledning av det inträffade för att undvika en upprepning framöver. Dessa åtgärder kunde dock inte undanröja att kritik utdelades från NGM-börsen och skulle en upprepning av denna typ av överträdelse ske igen av dessa emittenter skulle det ärendet överlämnas till disciplinnämnden för prövning.

I tre ärenden utdelade NGM-börsen kritik mot tre bolag på Nordic MTF i samband med publiceringen av bolagens halvårsrapporter. I två av fallen innehöll inte rapporterna all den information som punkt 4.2.4 i regelverket för bolag vars aktier är listade på Nordic MTF kräver. I det första av dessa fall innehöll rapporten siffror för det andra kvartalet men inte konsoliderade siffror för hela det första halvåret. I det andra fallet saknade bolaget en kassaflödesanalys och sammanfattning avseende förändringar i eget kapital för perioden samt vissa jämförelsetal för motsvarande period föregående år. Båda dessa bolag offentliggjorde senare korrigerade halvårsrapporter efter uppmaning från NGM-börsens marknadsövervakning. Det tredje fallet rörde ett bolag som offentliggjorde en halvårsrapport som i kassaflödesanalysen saknade information om en nyemission som genomförts under perioden. Detta påtalades av marknadsövervakningen och bolaget uppmanades att offentliggöra en korrigerad rapport, vilket sedermera också skedde. Bolaget kritiserades dock för att den ursprungliga rapporten innehöll felaktiga uppgifter, för att det tog bolaget för lång tid att offentliggöra den korrigerade rapporten samt för att bolaget vid offentliggörandet av den korrigerade rapporten gav en bristfällig beskrivning över de ändringar som gjorts i denna.

Det sista kritikärendet rörande finansiell rapportering hade sin bakgrund i den redovisningstillsyn som NGM-börsen bedriver. I den granskning som gjordes av emittentens årsredovisning tog det av olika anledningar över tre månader innan NGM-börsen erhöll svar från emittenten på de frågor som ställts rörande rapporten. Detta gjorde att emittenten inte ansågs ha infört och upprätthållit erforderliga rutiner och system för ekonomistyrning och finansiell rapportering, vilket är ett krav som ställs enligt punkt 2.1.7 i regelverket för emittenter vars räntebärande instrument är upptagna till handel på Debt Securities (underlista på NDX).

Två av kritikärendena rörde ofullständig informationsgivning. I det första ärendet kritiserades ett bolag på Nordic MTF för att bolaget i det pressmeddelande som användes vid offentliggörandet av ett väsentligt företagsförvärv inte hade inkluderat all den information som punkt 4.2.12 i regelverket för bolag vars aktier är listade på Nordic MTF kräver. Bland annat saknades information om köpeskillingen. Bolaget offentliggjorde påföljande handelsdag, på uppmaning av NGM-börsens

marknadsövervakning, ett nytt kompletterande pressmeddelande med mer information rörande detta förvärv.

I det andra ärendet kritiserades bolaget för att inte på ett tydligt sätt offentliggjort information beträffande begränsningar av bolagets möjlighet att betala utdelning på dess listade preferensaktier.

Vidare kritiserades ett bolag på Nordic MTF för att det, vid en direkt förfrågan från NGM-börsen med anledning av en större rörelse i bolagets aktie, inte informerade NGM-börsen om arbetet med en nära förestående nyemission som bolaget sedermera offentliggjorde dagen efter förfrågan. Att bolaget inte informerade om arbetet innebar att NGM-börsen inte fick en möjlighet att göra en bedömning av huruvida ett handelsstopp i bolagets aktie var påkallat fram till dess att informationen hade offentliggjorts.

I ett ärende kritiserades ett bolag på Nordic MTF som informerade i sin bokslutskommuniké, under avsnittet händelser efter rapportperiodens utgång, att en försäljning av ett dotterbolag hade genomförts. Mot bakgrund av den materiella påverkan som denna affär hade på bolagets finansiella ställning ansåg NGM-börsen att information om försäljningen skulle ha offentliggjorts omedelbart och inte som nu skedde inkluderats först i bokslutskommunikén.

Slutligen kritiserades ett bolag på Nordic MTF för att det inte ha hållit sitt insynsregister uppdaterat på bolagets hemsida. NGM-börsen var även kritisk i ärendet gällande den tid det tog för bolaget att åtgärda bristerna efter det att NGM-börsen påpekat dessa.

En iakttagelse som kan göras gällande de ärenden som förekommit under året är att de vid en majoritet av fallen har rört bolag och emittenter vars aktier och värdepapper nyligen listats på någon av NGM-börsens marknader. Det är för bolagen viktigt att förbereda sig för den omställning det innebär att verka i en publik miljö med de krav som då ställs på bolaget. Av den anledningen finns det på Nordic MTF ett krav på att alla bolag ska ha en Mentor anlitad som kan ge det stöd till bolaget som behövs för att hjälpa bolaget att utveckla de rutiner och den organisation som krävs som listat bolag. Bolagets Mentor har, till skillnad från de Certified Advisers som verkar på First North, inte något direkt övervakningsansvar över bolagen utan detta ligger på NGM-börsens marknadsövervakning. Mentorn förväntas dock ta en aktiv roll i att bistå bolagen rörande informationsfrågor. Kravet på att bolagen ska ha en Mentor gäller under bolagets två första år på Nordic MTF. I nuläget finns 21 stycken godkända Mentorer. Information om dessa framgår på NGM-börsens hemsida under fliken *Bolag/Nordic MTF/Mentorer*.

I syfte att skapa en god grund och en god förståelse för informationens betydelse för den finansiella marknaden, genomgår varje nytt bolag som noteras/listas även en utbildning som arrangeras av Marknadsövervakningen på NGM-börsen. Vidare ställer 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 21 (6) utbildningstillfällen där 74

(21) företrädare för ledningar och styrelser i de noterade och listade bolagen har deltagit. Ökningen är primärt orsakad av det kraftigt ökande antalet nya listningar på Nordic MTF. NGM-börsen har även anordnat ett (3) utbildningsseminarie för andra intressenter på värdepappersmarknaden.

NGM-börsen har under hösten lämnat synpunkter på förslag till ändringar i Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd med anledning av Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 596/2014 MAR. Enligt dessa regler ska en börs efter en konstaterad överträdelse av en emittents informationskyldighet enligt artikel 17 i MAR, lämna över utredningen till FI. FI kan sedan avstå ifrån att vidta åtgärd om något annat organ vidtagit åtgärder med avseende på det inträffade och FI bedömer att dessa åtgärder är att anse som tillräckliga. NGM-börsen framhöll i svaret att rutiner behöver skapas för denna rapportering mellan FI och börserna för att undvika dubbelarbete. Ett vite som utdöms av börsens disciplinnämnd kan även vara hänförligt till flera olika överträdelser av börsens regler och endast vissa av dessa kan då röra artikel 17 i MAR. Det går i sådana fall oftast inte att utläsa hur stor del av vitet som är hänförligt till emittentens överträdelse av skyldigheten att offentliggöra insiderinformation enligt artikel 17 i MAR och hur stor del av vitet som är hänförligt till andra överträdelser. Hur denna typ av så kallade blandade ärenden ska hanteras ifråga om rapportering behöver klarläggas. Föreskrifterna föreslås träda i kraft den 1 februari 2017.

9.3 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 kontraktsbunden 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).

Dessa regler har inte förändrats under 2016 utan de senaste versionerna av dessa regelverk gäller från den 1 februari 2015. Regelverken återfinns i fulltext på NGM-börsens hemsida under fliken *Regelverk*.

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. NGM-börsen har genom detta åtagande även möjlighet att inleda

ett formellt ärende mot en budgivare som inte följer regelverket. Som informerats om tidigare i rapporten har inga uppköpserbjudanden offentliggjorts till aktieägarna i bolag noterade på NGM Equity under 2016 (0 även under 2015).

Ett offentligt uppköpserbjudande rörande ett bolag listat på Nordic MTF har offentliggjorts under perioden. Visma AS offentliggjorde den 14 mars ett publikt uppköpserbjudande till aktieägarna i Fortnox AB. Den 27 juni informerade sedan Visma att bolaget inte avsåg att fullfölja erbjudandet med anledning av att Konkurrensverket tillhandahållit Visma ett utkast till stämningsansökan för att få tillstånd en domstolsprövning och förhindra genomförandet av transaktionen. Visma angav vidare att en sådan domstolsprövning kan ta upp till ett år att slutföra och att det därför inte skulle vara möjligt för Visma att erhålla nödvändiga myndighetstillstånd inom acceptperioden för erbjudandet. NGM-börsen fann inte någon anledning att inleda något informationsärende rörande informationsgivningen i samband med detta bud.

10. NGM-börsens Disciplinnämnd

NGM-börsen ska 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 2016 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 ett bolag noterat på NGM Equity 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.

Disciplinnämnden har under 2016 fattat beslut i ett ärende. Exeotech Invest AB ålades den 5 februari av NGM-börsens disciplinnämnd att betala ett vite på 300 000 kronor

för brott mot NGM-börsens informationsregelverk. Ärendet rörde ett flertal olika överträdelser inkluderande bristande information om transaktioner med närstående, icke uppdaterad insynförteckning på bolagets hemsida, bristande offentliggörande av kallelser till bolagsstämmor samt bristfällig information på bolagets hemsida rörande tidigare offentliggjord information. Hela beslutet finns att läsa på NGM-börsens hemsida www.ngm.se/marknadsovervakning-2/ under fliken *Disciplinnämndsbeslut*. På denna sida finns även alla disciplinnämndens historiska beslut att läsa i fulltext.

11. Kontakt

För mer information rörande denna rapport, vänligen kontakta:

Markus Ramström
Chef Marknadsövervakningen

Telefon: 08-566 390 27

Mobil: 0734-20 27 56

E-post: markus.ramstrom@ngm.se