



NGM

NORDIC GROWTH MARKET

Marknadsövervakningsrapport

2017

Innehåll

Inledning	3
1. Årsrapport Marknadsövervakningen	7
2. Noteringar och handel under 2017	7
3. Svensk kod för bolagsstyrning	9
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.....	15
8. Corporate actions	16
9. Emittenternas informationskyldighet	17
9.1 Övervakning av regelbunden finansiell information	17
9.2 Emittenternas informationsgivning i övrigt	20
9.3 Övervakning av NGM-börsens regler vid offentliga uppköpserbjudanden...	22
10. NGM-börsens Disciplinnämnd	23
11. Kontakt.....	25

Marknadsövervakningsrapport 2017

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 ETP:er¹ (exempelvis certifikat, warranter och mini futures), obligationer och andra strukturerade produkter handlas. NGM-börsen har verksamhet riktad mot den finska, danska och den norska marknaden genom NDX Finland, NDX Denmark och NDX Norway. Utöver de reglerade marknaderna erbjuder NGM-börsen notering och handel på handelsplattformen Nordic MTF. All handel på NGM-börsens marknader sker i det egenutvecklade handelssystemet Elasticia. Detta system introducerades i november 2010 och har en så kallad up time på 100 % sedan dess.

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.

¹ Exchange Traded Products. Notera att handeln i alla ETP:er (exempelvis certifikat, warranter och mini futures) från den 4 december 2017 har flyttats till Nordic MTF (MIC: NMTF).

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.

Det var under året en fortsatt stor efterfrågan från bolag att notera sina aktier på Nordic MTF och antalet noterade bolag ökade kraftigt (en uppgång med 62 % från föregående år). Ur ett övervakningsperspektiv leder detta till en del utmaningar. Av de ärenden där NGM-börsen funnit anledning att kritisera ett bolag rörande bristande efterlevnad av informationsreglerna härrör sig 68 % till bolag som noterat sina aktier under de senaste två åren. Det är en stor utmaning för nyare bolag att anpassa sin verksamhet till att vara noterad och 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 stöd till bolaget för att hjälpa bolaget att utveckla de rutiner och den organisation som krävs som noterat bolag. NGM-börsen håller även utbildningar rörande informationsreglerna för alla bolag som söker att notera sina aktier på någon av NGM-börsens marknader.

Den 21 juli 2017 informerade NGM-börsen om att marknadsplatsen Aktietorget avsåg att byta handelssystem från Nasdaqs I-Net till NGM-börsens egenutvecklade handelssystem Elasticia. Bytet genomfördes 17 november och sedan dess handlas alla aktier på Aktietorget i Elasticia. Bytet av handelssystem förflöt utan några komplikationer eller avbrott i handeln. Värt att påpeka från ett övervakningsperspektiv är att Aktietorget även fortsatt har en egen övervakningsavdelning som övervakar handel i de instrument som är noterade på Aktietorget och informationsgivning från dessa bolag.

Många förberedelser och mycket arbete lades under året ner inför att MiFID II trädde i kraft den 3 januari 2018. En av de största förbättringarna från ett övervakningsperspektiv med detta nya regelsystem är att alla medlemmar har fått ett krav på sig att lämna mer information om varje order som skickas till marknadsplatsen, så kallad "Order Record Keeping". Detta sker på NGM-börsen på samma sätt som på andra marknadsplatser genom att medlemmen vid orderläggningen till varje order kopplar ett unikt kundidentifikationsnummer och att medlemmen efter handelsdagens slut skickar in kunduppgifter kopplade till dessa identifikationsnummer. Detta gör att marknadsplatsens möjligheter till att identifiera olika typer av marknadsmissbruk ska kunna öka.

En konsekvens av MiFID II var att handeln i alla ETP:er (exempelvis certifikat, warranter och mini futures) flyttades till Nordic MTF den 4 december för att inte omfattas av det krav som anger att alla derivatinstrument på reglerad marknad efter den 3 januari 2018 ska clearas via en CCP (central clearing partner). Det finns i Sverige ingen struktur för att hantera detta och NASDAQ Stockholm (NS) gjorde motsvarande åtgärd där alla deras noterade ETP:er flyttades till First North. En annan omdiskuterad frågeställning i MiFID II rörde att alla derivat med råvaror som underliggande tillgång ska täckas av så kallad positionsrapportering. Detta skulle exempelvis innebära att marknadsplatsen måste ha slutkundsinformation om varje kund och bland annat ha möjlighet att stänga en position samt efterfråga syftet med varje position. Bakgrunden till dessa reglers uppkomst var ett beslut från G10 med syfte att minska risken för otillbörlig påverkan på råvarumarknader runt om i världen.

Dock skrevs definitionen så brett att även ETP:er med råvaror som underliggande som kontantavräknas inkluderades trots att denna handel inte torde ha någon effekt på det avsedda målet med regleringen. För att lösa denna, enligt NGM-börsens förmenande, felaktiga reglering utarbetades ett kompromissförslag på europeisk nivå där endast sådana ETP:er som har fler än 2,5 miljoner utgivna instrument inkluderades. Mot denna bakgrund har NGM-börsen infört en ny regel som anger att en emittent inte får notera ett ETP-instrument med råvaror som underliggande som har fler än 2,5 miljoner instrument emitterade. Som en konsekvens av denna regelförändring avnoterade flera av NGM-börsens emittenter ett antal instrument med råvaror som underliggande i december 2017 och förtidsinlöste dessa.

Många av de förändringar MiFID II förde med sig rörde transparens och i vissa fall kan det diskuteras om dessa var väl avvägda. En mindre förändring som påverkar många som handlar aktier är att den europeiska regleringen nu fastslår att det ska finnas en minimumgräns för så kallade isbergsorder, dvs. när endast en del av en order är synlig. Denna gräns har lagts på 10 000 euro och alla isbergsorder som är mindre än den storleken avvisas av Elasticia. Detta kommer uppskattningsvis att minska antalet isbergsorder med upp emot 80-90%. Gränsen på 10 000 euro som satts av EU förefaller, enligt NGM-börsens mening, ha anpassats till handel i stora bolags aktier och inte till de små och medelstora bolags aktier som handlas på NGM-börsens aktiemarknader.

Ett annat område som varit omdebatterat under året är att FI sedan början på 2017 har fått möjlighet att bötfälla privatpersoner för marknadsmanipulationer. FI har under hösten publicerat ett stort antal beslut där privatpersoner fått väldigt höga böter i förhållande till tidigare rättspraxis för liknande förseelser. Det har i många fall varit fråga om ärenden rörande så kallade ”enpetare” där en investerare har köpt en liten volym aktier, ofta endast en aktie, och där köpet inte varit kommersiellt motiverat utan att investeraren istället förefaller ha avsett att påverka andra marknadsaktörers uppfattning rörande aktiens pris. Bland annat fick en person böter på uppemot 100 000 kronor för köp av en aktie vid ett tillfälle. Om personen i det enskilda fallet inte godtar FIs sanktionsföreläggande hamnar saken i domstol. NGM-börsen känner inte till att något sådant fall funnits under 2017 men det blir intressant att följa när det första fallet av denna typ hamnar i domstol för att se hur domstolen då väljer att se på nivån för straffet rörande den aktuella händelsen.

Den 1 februari 2017 ändrades Finansinspektionens föreskrift 2007:17 med anledning av Marknadsmisbruksdirektivet (MAD 2). Ändringen berör ärenden där noterade bolags informationsgivning stått i strid med gällande regelverk. NGM-börsen hanterar dessa ärenden i enlighet med tidigare rutiner men i samtliga ärenden där NGM-börsen har konstaterat en överträdelse av Marknadsmisbruksförordningens artikel 17 (offentliggörande av insiderinformation) skickas en kopia av allt material i utredningen till FI. FI har möjlighet att ingripa med en sanktion mot bolaget med avseende på det inträffade men kan även låta saken bero med de åtgärder som vidtagits av NGM-börsen. Fem ärenden har under året rapporterats till FI i enlighet med dessa regler. FI har i samtliga fall valt att inte vidta några vidare åtgärder med avseende på den aktuella regelöverträdelsen.

Finansinspektionen presenterade den 28 juni 2017 en promemoria kallad ”En ny ordning för redovisningstillsyn”. FI föreslog i denna att myndigheten, till skillnad mot

förslaget i SOU 2015:19, ”Ny ordning för redovisningstillsyn”, ska få rätt att delegera utförandet av redovisningstillsynen i Sverige till ett privaträttsligt organ. FI har för avsikt att delegera utförandet av redovisningstillsynen till ”Nämnden för svensk Redovisningstillsyn” som kommer att vara ett sakorgan inom Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden. NGM-börsen lämnade i juli ett remissyttrande över denna promemoria. I detta angavs att NGM-börsen anser att det viktigaste kravet på en framtida ordning för redovisningstillsyn är att denna samlas till en organisatorisk enhet. NGM-börsen ser i allmänhet stora fördelar med självreglering på aktiemarknaden och i den nu aktuella promemorian presenterades en lösning som bland annat beaktar frågan om oberoendet för detta sakorgan. Det finns även långt framskridna planer rörande hur denna organisation ska utformas. Mot denna bakgrund ställde sig NGM-börsen bakom den modell som beskrivs i promemorian. NGM-börsen anser att de avgifter som de granskade bolagen ska betala för tillsynsarbetet, i likhet med de system som tillämpas i exempelvis Danmark och Storbritannien, bör vara differentierade med avseende på bolagens marknadsvärde. En differentiering, så som det i praktiken fungerar redan idag på NS, kan motiveras av den större komplexiteten vid granskningsarbetet rörande större bolag. Dessutom framstår det som rimligt att bolagen sinsemellan ska bära en skälig del av granskningskostnaderna i förhållande till deras betalningsförmåga.

NGM-börsen införde i november 2016 en ny funktionalitet för handeln med ETP:er som kallas Order Protection Mode (OPM). Denna funktion används vid handeln i ETP:er. Funktionens syfte är att skydda investerare och den förhindrar att avslut exekveras på felaktiga kurser om instrumentets market maker inte är närvarande i orderboken. Funktionen innebär dessutom att avslut aldrig exekveras till en sämre kurs än den som instrumentets market maker kvoterar. Investerarna kan fortfarande handla innanför market makers spread när denne kvoterar priser men om inte market maker finns i orderboken kan avslut inte exekveras. En order som kommer in när market maker är frånvarande läggs i orderboken som då kommer att vara i ett stadie som kallas Order Protection Auction (OPA). När market maker inkommer med priser inleds en auktion och exekvering av order med korsande kurser genomförs. Införandet av OPM har kraftigt reducerat antalet situationer då avslut behövs makuleras i derivathandeln. Makuleringar för så kallad handel efter knock out genomfördes exempelvis under 2017 vid ett tillfälle, vilket är en nedgång med 97 % från 2016. Efter att Morgan Stanley & Co. International Plc den 27 december 2017 implementerade OPM rörande sina noterade ETP:er skyddas samtliga emittenters ETP:er på NGM-börsen av OPM.

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 2017

(siffrorna inom parentes avser motsvarande period år 2016)

Intresset från bolag för att notera sina aktier på Nordic MTF låg under året på rekordnivåer. Under 2017 noterades aktier i 23 (16) bolag på denna marknad; - MultiDocker Cargo Handling AB, Scandinavian Airport and Road Systems AB, Spintso International AB, Chordate Medical Holding AB, Samtrygg Group AB, Xavitech AB, Prolight Diagnostics AB, Archelon AB, Rentunder Holding AB, CloudRepublic AB, Nexar Group AB, Abelco Investment Group AB, Net Trading Group NTG AB, Preservia Hyresfastigheter AB, Sensec Holding AB, Peckas Naturodlingar AB, News55 AB, Bublar Group AB, Seafire AB, Time People Group AB, Smart Energy Sweden Group AB, Toadman Interactive AB och TopRight Nordic AB.

På Nordic AIF, som är ett undersegment för alternativa investeringsfonder på den reglerade marknaden NGM Equity, noterades aktier i Coeli Private Equity 2016 PREF P2 samt i Coeli Real Estate Fund 1.

Under året har 2 (3) bolag avnoterats från NGM-börsen. Aktierna i Scandinavian Organics AB avnoterades från Nordic MTF efter att bolaget begärts i konkurs. Aktierna i Quartiers Properties AB avnoterades från Nordic MTF och handlas för närvarande på First North.

Vid årsskiftet 2017/2018 fanns 9 (9) bolag på NGM Equity, 55 (34) på Nordic MTF och 3 (1) på Nordic AIF. Värt att notera är att detta för Nordic MTF rör sig om en uppgång på nya bolag på ca 62 % under året.

Omsättningen på NGM-börsens olika aktiemarknader utvecklades olika under 2017. På NGM Equity (inklusive Nordic AIF) var omsättningen 420,15 miljoner kronor (mkr) (749,46 mkr), vilket är en minskning med 43,93 %. Antal avslut var 57 950 (97 693), en minskning med 40,7 %. På Nordic MTF var omsättningen 5 725,33 mkr (3 772,93 mkr), en ökning med 51,7%. Antal avslut var 620 546 (377 808), en ökning med 64,2 %. Den så kallade IPO-marknaden i Sverige har varit fortsatt het under året. Den kraftiga ökningen av antalet bolag på Nordic MTF har även återspeglats i kraftigt ökat handel på denna marknad. Det mönster som redan förra året var tydligt med att handeln i många mindre bolags aktier varierar kraftigt under året har varit fortsatt tydligt under 2017. 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 kurserna har återgått till de nivåer de startade på. Det är som alltid av stor vikt 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 rörande ETP:er var under året 38 223,2 mkr (97 097 mkr) (omräknat med genomsnittlig kronkurs). Detta är en minskning från föregående år med 60,6 %. Antalet avslut uppgick till 1 163 347 (3 061 376), vilket är en minskning från föregående år med 61,9%. Minskningen är dels en konsekvens av att volatiliteten på marknaden under året varit betydligt lägre än motsvarande period föregående år men beror även på att de största internetmäklarfirmorna (Avanza och Nordnet) har etablerat samarbeten med enskilda emittenter (Morgan Stanley respektive Nordea) och introducerat ETP:er under eget namn som de noterat på NS. Dessa mäklarfirmor framhåller i marknadsföringen främst sina egna produkter, vilket fått som konsekvens att handel i alla övriga emittenters produkter minskat kraftigt under året. Mot slutet av 2017 har en stor del av handeln i ETP:er på den svenska marknaden skett i instrument med kryptovalutorna Bitcoin och Ethereum som underliggande.

Mest handlade underliggande tillgångar för ETP:er noterade på NGM-börsen var i storleksordning:

- NDX Sweden - OMX-index, DAX-index och Olja.
- NDX Finland - DAX-index, Nokia och Outokumpu.
- NDX Norway - Olja, DNO International och Petroleum Geo-Services.
- NDX Denmark - Genmab, Novo Nordisk och Vestas.

Antalet noterade instrument på NDX (Sweden, Finland, Norway och Denmark) uppgick vid utgången av 2017 till 11 046 (10 996), en ökning med 0,45 %. 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 2017.

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 när 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.

Den senaste versionen av Koden trädde i kraft den 1 december 2016 och finns på <http://www.bolagsstyrning.se/koden>.

Frågan rörande mångfald i styrelsen har fortsatt att vara hett omdebatterad under året. Det förslag till ny lagstiftning på området som regeringen presenterade under 2016 drogs under 2017 tillbaka med motiveringen att det inte fanns en majoritet för förslaget i den svenska riksdagen. På NGM Equity är 16,7 % av de stämмоvalda styrelsemedlemmarna kvinnor. Detta är en uppgång från 9,4 % och en bit på väg men fortfarande en bit från det mål som Kollegiet har angett för mindre bolag att minst 30 % av respektive kön ska vara representerat i styrelsen. 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.

Kollegiet har gjort en omfattande genomgång av Kodens tillämpning på den svenska aktiemarknaden. Denna rapport återfinns på följande länk: http://www.bolagsstyrning.se/nyheter/2017/arsrapport-2017_637

NGM-börsen har likt Kollegiet uppmärksammat att antalet avvikelser blir färre för varje år. Det kan tolkas både positivt och negativt. Positivt med utgångspunkten att om Kodens regler följs torde standarden för bolagsstyrningen förbättras. Dock är avsikten med Koden att ett bolag, mot bakgrund av att alla bolag kan ha väldigt olika förutsättningar, ska kunna välja en annan lösning än den standardlösning som Koden föreskriver och motivera varför denna lösning valts istället. Om denna möjlighet inte utnyttjas av bolag som kan tänkas behöva den, får inte Kodens princip "följ eller förklara" den tänkta effekten.

NGM-börsens har också undersökt efterlevnaden av de krav Koden anger rörande information på bolagens hemsidor. Här konstaterades att flera bolag inte hade all den information som Koden föreskriver rörande vd och styrelseledamöters bakgrund, erfarenhet och andra uppdrag samt innehav i bolaget. Dessa bolag har nu kompletterat sina hemsidor med den efterfrågade informationen. Dock kan konstateras att det finns förbättringspotential för bolagen att hålla denna typ av information uppdaterad i samband med att förändringar sker rörande bolagets styrelse och vd.

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 (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden ("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.

Antalet larm i systemet uppgick under 2017 till 113 415 (141 891), vilket är en minskning med ca 20 % jämfört med 2016. Denna minskning är främst en effekt av minskad volatilitet på marknaden samt den minskande handeln på derivatsegmentet NDX än under tidigare år. På aktiesidan noterades istället en ökning av antalet larm, vilket primärt har orsakats av det ökade antalet bolag som är noterade på Nordic MTF.

I samband med införandet av MiFID II som trädde i kraft den 3 januari 2018 togs en ny version av övervakningssystemet i drift. Den största förändringen rörde att alla medlemmar som en följd av implementeringen av MiFID II måste lämna mer information om varje order som skickas till marknadsplatsen, så kallad "Order Record Keeping". Detta sker på NGM-börsen på samma sätt som på andra marknadsplatser

genom att medlemmen vid orderläggningen till varje order kopplar ett unikt kundidentifikationsnummer och att medlemmen efter handelsdagens slut skickar in kunduppgifter kopplade till dessa identifikationsnummer. Genom att använda denna typ av data i övervakningssystemet ökar marknadsplatsens möjligheter till att identifiera olika typer av marknadsmissbruk kommer att öka. Exempelvis finns då en möjlighet att redan i ett inledande skede av utredningen upptäcka individer som handlar via flera olika depåer hos olika mäklarfirmor.

4.2 Rapporteringsskyldighet

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordningen) ställer krav på att NGM-börsen ska rapportera misstänkta transaktioner till FI om det kan antas att transaktionerna utgör eller har samband med insiderbrott eller marknadsmanipulation.

Under 2017 anmälde NGM-börsen 21 (13) ärenden till FI. Av dessa anmälningar avsåg 8 (7) misstankar om insiderbrott och 13 (6) misstanke om marknadsmanipulation.

NGM-börsen har därmed sett en dubbling av antalet anmälda ärenden rörande marknadsmanipulation under året. Denna ökning har till stor del rört ärenden med så kallade ”enpetare” där en investerare har köpt en liten volym aktier, ofta endast en aktie, där köpet inte varit kommersiellt motiverat utan att investeraren istället förefaller ha avsett att påverka andra aktörer på marknaden rörande aktiens pris. Det har i ett flertal av dessa ärenden rört investerare som inte har handlat aktier under en särskilt lång period och har haft begränsat erfarenhet av handel. Det kan i flera fall vara så att dessa handlare inte förstått att deras beteende varit otillåtet.

Under den senare delen av året har FI sanktionerat ett antal privata handlare rörande just denna typ av ärenden. Det har i många fall rört sig om betydande belopp som dessa personer har fått betala för affärer som till sina belopp har varit tämligen begränsade. Trots den uppmärksamhet som dessa fall har rört har NGM-börsen inte observerat att beteendet försvunnit eller minskat i någon betydande grad. Förhoppningsvis kommer dock den ökade uppmärksamheten kring dessa sanktionsärenden leda till att förståelsen för problematiken ökar bland dessa investerare och att färre liknande ärenden påträffas under 2018. NGM-börsen ser dock stor utvecklingspotential för FI rörande motiveringarna till de viten/sanktioner som döms ut för den här typen av förseelser. Just i fråga om marknadsmanipulationer är det av största vikt att detaljer kring den otillåtna handeln lämnas för att marknadsaktörer ska kunna veta vad det straffbara beteendet bestod av. Om sådan information inte lämnas riskerar den utbildande/förebyggande effekten på resterande marknad rörande händelsen att minska. NGM-börsen har vid möten på FI påtalat behovet av att dessa beslut inkluderar mer detaljer om den faktiska handeln.

Även antalet ärenden rörande misstänkt marknadsmissbruk som anmälts till FI från branschen i stort har ökat kraftigt sedan föregående år, vilket framgår av den statistik som FI publicerar på en aggregerad nivå, se nedan

Antal anmälningar rapporterade till FI

(siffrorna avser helår för samtliga år)

Ärendetyp	2014	2015	2016	2017
Misstänkt insiderhandel	201	199	218	368
Misstänkt marknadsmanipulation	115	144	148	267
Misstänkt insiderhandel och marknadsmanipulation	0	6	4	5
Misstänkt olagligt röjande av insiderinformation	3	0	0	1

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. Efter implementeringen av MiFID II den 3 januari 2018 är reglerna rörande handelsstopp i ovanstående lag likalydande för reglerad marknad (som NGM Equity) och för handelsplattformar (som Nordic MTF).

Under 2017 har NGM-börsen, med stöd av ovanstående lagregler, inte implementerat något handelsstopp i aktier på NGM Equity. Handeln med aktier noterade på Nordic MTF har stoppats vid 5 (1) tillfällen.

Handeln med aktierna i Concent Holding AB stoppades innan börsöppningen den 6 februari. Sent under söndagskvällen den 5 februari meddelades marknaden om att huvudägaren i bolaget hade sålt samtliga sina aktier. Ingen information från bolaget fanns dock i detta läge tillgänglig i marknaden. Handeln återupptogs först klockan 12:00 den 8 februari sedan bolaget offentliggjort svar på ett antal frågor som marknadsövervakningen ställt till de nya ägarna rörande den aktuella transaktionen.

Handeln med aktierna i Advanced Stabilized Technologies Group AB stoppades den 2 mars klockan 10:54 efter att bolagets vd i en intervju med nyhetsbyrån Direkt angett att bolaget avsåg att offentliggöra ett pressmeddelande inom kort med information rörande en strategisk allians mellan bolaget och Indra Sistemas S.A. När bolaget hade offentliggjort detta pressmeddelande till hela marknaden, via sin nyhetsdistributör, återupptogs handeln klockan 11:30 samma dag.

Handeln med aktierna i Scandinavian Organics AB stoppades på morgonen den 6 april 2017 efter bolaget informerat om att en ansökan om konkurs vid Stockholms tingsrätt lämnats in. Den 7 april avnoterades aktierna efter att tingsrätten godkänt konkursansökan. Till konkursförvaltare utsågs advokat Ulf Andersen på Advokatfirman Fylgia KB. Aktierna i bolaget handlades före handelsstoppet under

observation mot bakgrund av den väsentliga osäkerhet rörande Bolagets finansiella situation som NGM-börsen ansåg förelåg.

Handeln med aktierna i Real Holding i Sverige AB stoppades innan börsöppningen den 18 maj. Detta i avvaktan på att bolaget skulle offentliggöra viktig information rörande en pantrealisation. Informationen offentliggjordes klockan 09:03 och handeln återupptogs klockan 09:30.

Handeln med aktierna i Sensori AB stoppades före börsöppningen den 6 november i avvaktan på att bolaget skulle offentliggöra resultat av en medicinsk studie som bolaget genomfört. Handeln återupptogs klockan 15:30 efter att information offentliggjorts.

Handeln i derivatinstrument noterade på NDX har stoppats i enlighet med paragraf 5 i lagen ovan vid 1 (3) tillfälle (totalt 17 (45) instrument) som en följd av att den marknadsplatsen där det underliggande instrumentet är primärnoterat, stoppat handeln i detta 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 ETP-instrument 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 handelsstopp på grund av knock-out ökat kraftigt. Under 2017 stoppades handeln i sådana instrument 10 724 (14 335) gånger, vilket är en nedgång med 25,2 %. Detta förklaras primärt av att volatiliteten på marknaden har varit betydligt lägre under 2017 än under föregående år. Avslut som genomförts efter knock-out makuleras. Denna typ av makuleringar inträffade under året vid ett tillfälle (36), dvs. en minskning med 97 %. Införandet av OPM den 7 november 2016 innebär att handel efter knock-out bara kan ske i de fall då instrumentets market maker inte har slutat kvotera 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 2017 avslut vid 38 tillfällen (101), en nedgång med 62 %. Eftersom OPM undanröjer risken för att investerare gör avslut på felaktiga priser när ett ETP-instruments market maker inte kvoterar priser har antalet makuleringar rörande handeln i ETP:er gått 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 uppdaterades som en förberedelse inför MiFID II och gäller i sin nuvarande lydelse från den 3 januari 2018. De förändringarna som genomfördes var en direkt följd av krav som ställs genom MiFID II och gällde exempelvis att högre krav ställs på medlemmar rörande krav på att eventuella algoritmer som används i handeln ska testas ordentligt i testsystem innan dessa används i produktionssystemet. Om en medlem låter en annan aktör handla via dess uppkoppling till börsen, så kallad "Sponsored Access" eller så kallad "Direct Market Access", är medlemmen skyldig att tilldela alla order som kommer från denna aktör en unik märkning. Kraven höjs även på medlemmens kontroll inför orderläggningen ifråga om volym och pris, så kallad "pre-trade control". För mer detaljer rörande dessa och andra förändringar, se NGM-börsens regelverk för medlemmar som återfinns på hemsidan under *Regelverk/regler för medlemmar*.

Vidare har regler rörande market making av olika typer av instrument tagits in i medlemsreglerna. Dessa är uppdelade i tre delar och rör dels market making i instrument där medlemmen även är emittent och har åtagit sig via prospekt, slutliga villkor eller liknande dokument att ställa priser i instrumentet, dels för aktier där en medlem anlitas av ett noterat bolag att ställa priser i aktien (se mer information i avsnitt 6) samt slutligen för medlemmar som bedriver en marknadsgarantsstrategi i enlighet med definitionen i RTS 8. Samtliga dessa regelverk återfinns på länken ovan.

NGM-börsen har vid ett tillfälle under 2017 haft anledning att inleda ett formellt ärende angående en medlems agerande i förhållande till gällande regelverk där detta gällde medlemmen i dess egenskap av market maker på NDX. Ärendet rörde en situation där medlemmen kvoterade felaktiga priser i ett instrument på grund av bristande kontroller av den feed där man hämtade data rörande priset på det underliggande instrumentet. De avslut som genomfördes avvek väsentligt från instrumentets teoretiska värde och makulerades. Marknadsövervakningen konstaterade dock att de aktuella omständigheterna visade på att medlemmen inte hade vidtagit tillräckliga åtgärder för att undvika de felaffärer som inträffade.

ABG Sundal Collier ASA, Länsförsäkringar Bank AB, Pareto Securities AS, Strukturinvest Fondkommission AB samt Sedermera Fondkommission (Bifirma till ATS Finans AB) antogs som nya medlemmar under året. The Royal Bank of Scotland PLC, Neonet Securities AB, and Ålandsbanken AB upphörde som medlemmar under året. Totalt hade NGM-börsen 25 medlemmar vid årsskiftet 2017/2018.

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*² kommer antalet aktörer i orderboken att vara stort, varpå det finns förutsättningar för handel på rimliga villkor.

² Term som används för att beskriva det antal aktier som finns tillgängliga för handel på marknaden. Oftast undantas aktier som innehavs av större ägare, styrelse och ledning.

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. Innan MiFID II trädde i kraft den 3 januari 2018 hade NGM-börsen riktlinjer för en LG som angav de krav som en aktör skulle uppfylla för att bli registrerad i systemet som likviditetsgarant. Efter den 3 januari 2018 är reglerna rörande LG för aktier istället en del av NGM-börsens regelverk för medlemmar (punkt 3.8.3 i regelverket). De har därmed bytt namn från ”Liquidity Provider Guidelines” till ”Liquidity Provider Rules” och återfinns på NGM-börsens hemsida under fliken *Regelverk*.

De materiella delarna av dessa regler rörande exempelvis krav på spread och volym är oförändrade. 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 en LG på NGM Equity gäller att priser ska ställas med 10 000 kronor på varje sida och 4 % i spread. För mer detaljer, se reglerna på denna länk:

<http://www.ngm.se/wp-content/uploads/2012/11/Liquidity-Provider-Rules-20180103-1.pdf>

NGM-börsen följer löpande likviditeten i bolagens aktier och kan vid behov initiera en diskussion med ett bolag rörande behovet av att en LG anlitas för bolagets aktie. Den ökade handeln på aktiemarknaderna har, såsom beskrivits tidigare i denna rapport, gjort att orderböckerna är klart mer välfyllda än under tidigare år och att behovet av en LG därför i många fall har minskat. Under året har även ett stort antal nya aktier i vilka spridningen varit god och därmed behovet av en LG lågt, noterats på Nordic MTF. Detta har inneburit att andelen bolag på Nordic MTF som anlitar en LG på denna marknad har minskat i förhållande till föregående år. Vid årsskiftet 2017/2018 anlidade 41,6 % (33 %) av bolagen på NGM Equity/Nordic AIF och 22 % (34 %) av bolagen på Nordic MTF en LG.

7. Notering på observationsavdelningen

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

Under 2017 har NGM-börsen placerat aktierna i 4 (6) bolag på observationsavdelningen. Aktierna i Real Holding i Sverige AB (Nordic MTF) placerades på observationsavdelning på grund av väsentlig osäkerhet rörande priset på aktierna efter att bolaget annonserat en nyemission där en aktieägare som inte tecknade sin del i emissionen blev utspädd med 94,6%. Aktierna Metallvärden i Sverige AB (Nordic MTF) och Computer Innovation AB (Nordic MTF) placerades på observationsavdelning med anledning av väsentlig osäkerhet rörande bolagens finansiella situation.

Aktierna i Nickel Mountain Resources AB (NMR) (Nordic MTF) placerades under observation den 31 mars efter att NMR hade offentliggjort information om att bolaget slutit ett avtal med Interfox Resources AB om förvärv av dess dotterbolag Mezhlisa Resources Cyprus Limited. Aktieägarna i NMR kommer, om transaktionen genomförs, att äga 15 % av det sammanslagna bolaget. Enligt gällande regelverk placeras ett bolags aktier under observation om bolaget planerar eller har genomgått en väsentlig förändring av verksamheten.

Aktierna i två bolag återfördes till ordinarie handel under året. Aktierna i Ascenditur AB placerades under observation den 21 november 2016 efter att bolaget offentliggjort att det ingått avtal om förvärv av LightAir Holding AB genom en apportemission. Ascenditur AB bytte efter affärens genomförande namn till LifeAir AB. Det nya bolagets aktier återfördes den 12 april 2017 till ordinarie handel sedan bolaget genomgått en omlistningsprocess och offentliggjort ett investerarmemorandum rörande den nya verksamheten.

Aktierna i Crown Energy AB placerades under observation den 10 november 2016 då bolaget offentliggjort att man ingått avtal om förvärv av ESI Group SA, vilket innebar en väsentlig förändring av bolagets verksamhet. Bolagets aktier återfördes den 10 november 2017 till ordinarie handel efter att ha offentliggjort ett prospekt som beskriver koncernen och den tillkommande verksamheten samt slutfört registrering av de aktier som tillkom i samband med affären.

Vid årsskiftet 2017/2018 handlades aktierna i 6 (5) bolag på observationsavdelningen. Utöver de ovan nämnda gäller detta för aktierna i Exeotech Invest AB (Nordic MTF) och Concent Holding AB (Nordic MTF) som handlats under observation under hela 2017. För det sistnämnda bolaget uppdaterades placeringen under observation den 29 mars mot bakgrund av att bolaget då offentliggjorde att man på grund av ansträngd likviditet ej kunnat erlägga räntebetalningar på dess utgivna obligationslån.

8. Corporate actions

Under 2017 genomfördes 15 (8) nyemissioner med företrädesrätt för aktieägarna i bolag noterade på NGM Equity och på Nordic MTF. Dessa emissioner gav upphov till handel i 43 (20) olika finansiella instrument (teckningsrätter, betalda tecknade aktier, teckningsoptioner, konvertibler mm). Den kraftiga ökningen beror till stor del på det ökade antalet noterade bolag. De största kapitalanskaffningarna gjordes under året av bolag verksamma inom fastighetsutveckling och miljöteknik. Totalt togs 492,3 (357,8) miljoner kronor in via de kapitalanskaffningar som genomfördes.

Inget bolag genomförde inlösenförande under året. Ett bolag (1), Quartier Properties AB genomförde en split 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.

Informationsregelverken för NGM Equity och Nordic MTF har varit oförändrade sedan den 3 juli 2016 då marknadsmissbruksförordningen trädde i kraft. De fullständiga regelverken 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 hemmedlemsstat.

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.

I juli 2016 infördes nya riktlinjer av ESMA³ rörande alternativa nyckeltal ("APM"). 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 jämföras med svenska allmänna råd. Riktlinjerna omfattar 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. Under redovisningstillsynen 2017 har APM varit ett av ESMA:s fokusområden vid granskningen av de finansiella rapporterna.

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 2017 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 2017 ingick 20 emittenter i populationen och av dessa valdes fyra 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 2017 har NGM-börsen meddelat beslut i tio ärenden. I nio ärenden har granskningen avslutats 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 eller förts över till Disciplinnämnden för bedömning.

³ European Securities and Markets Authority, en oberoende tillsynsmyndighet som värnar om den finansiella stabiliteten inom EU samt bestämmer hur tillsynen över värdepappersföretag och marknader som har verksamhet i flera länder bör utformas.

De påpekanden som lämnades rörde följande områden⁴. I tre fall hade bolagen inte tagit del av och tillämpat riktlinjerna för alternativa nyckeltal. I två fall saknades en känslighetsanalys för samtliga finansiella skulder som visade återstående avtalade löptider i enlighet med IFRS 7. I två fall saknades känslighetsanalys avseende valutakursrisken i enlighet med IFRS 7. I ett fall hade bolaget inte lämnat en korrekt upplysning kring värdering till verkligt värde av en finansiell tillgång i enlighet med IFRS 13. I fem fall lämnades inte de upplysningar som krävs för att uppfylla upplysningskraven i IAS 8 med avseende på kommande IFRS. I fyra fall saknades information gällande närståendetransaktioners villkor i enlighet med IAS 24. I ett fall hade bolaget inte redogjort för händelser efter balansdagen i enlighet med IAS 34.

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.

Finansinspektionen (FI) presenterade den 28 juni 2017 en promemoria kallad "En ny ordning för redovisningstillsyn". FI föreslår i denna att myndigheten, till skillnad mot förslaget i SOU 2015:19, "Ny ordning för redovisningstillsyn", ska få rätt att delegera utförandet av redovisningstillsynen i Sverige till ett privaträttsligt organ. FI har för avsikt att delegera utförandet av redovisningstillsynen till "Nämnden för svensk Redovisningstillsyn" som kommer att vara ett sakorgan inom Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden. NGM-börsen lämnade i juli ett remissyttrande över denna promemoria. I detta angavs att NGM-börsen anser att det viktigaste kravet på en framtida ordning för redovisningstillsyn är att denna samlas till en organisatorisk enhet. NGM-börsen ser i allmänhet stora fördelar med självreglering på aktiemarknaden och i den nu aktuella promemorian presenterades en lösning som bland annat beaktar frågan om oberoendet för detta sakorgan och det fanns långt framskridna planer rörande hur denna organisation ska utformas. Mot denna bakgrund ställde sig NGM-börsen bakom den modell som beskrivs i promemorian. NGM-börsen anser att de avgifter som de granskade bolagen ska betala för tillsynsarbetet, i likhet med de system som tillämpas i exempelvis Danmark och Storbritannien, bör vara differentierade med avseende på bolagens marknadsvärde. En differentiering, så som det i praktiken fungerar redan idag på NS, kan motiveras av den större komplexiteten vid granskningsarbetet rörande större bolag. Dessutom framstår det som rimligt att bolagen sinsemellan ska bära en skälig del av granskningskostnaderna i förhållande till deras betalningsförmåga.

Enligt nu liggande förslag ska Nämnden för redovisningstillsyn ta över ansvaret för redovisningstillsynen i Sverige från och med den 1 januari 2019. Vid utgivandet av denna rapport har dock ännu inte ett formellt beslut fattats kring denna fråga och NGM-börsen kommer även under 2018 att vara ansvarig för redovisningstillsynen för de emittenter som har finansiella instrument noterade på NGM-börsens reglerade marknader och som har Sverige som hemmedlemsstat.

⁴ Notera att antalet beslut och det redovisade antalet brister inte överensstämmer eftersom ett bolag som erhållit ett påpekande eller en anmärkning kan ha brutit mot flera olika regelverk samt flera olika regler inom dessa regelverk.

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 2017 initierades 26 (13) formella informationsärenden rörande bolag på NGM Equity och Nordic MTF samt emittenter på NDX/NMTF.

I 20 (11) ärenden har NGM-börsen utdelat kritik mot bolag eller emittenter rörande händelser kring bolagens/emittenternas informationsgivning. Dessa har rört följande områden:

10 av dessa ärenden rörde händelser i förhållande till offentliggörandet av finansiella rapporter.

I fyra av dessa fall avsåg det bolag där emittenternas bokslutskommunikéer för 2016 inte innehöll all den information som krävs enligt punkt 4.2.4 i Regler för bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF. I ett av dessa ärenden kritiserades även bolaget på grund av att dess svar på NGM-börsens frågebrev, trots flera påminnelser, inte inkom till börsen förrän över tre veckor efter den uppsatta svarstiden. Samtliga bolag angav i sina respektive svar att de nu har vidtagit åtgärder för att framöver komma tillrätta med de aktuella bristerna.

Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att den halvårsrapport som bolaget offentliggjorde inte innehöll all den obligatoriska information som regelverkets punkt 4.2.4 kräver. Bland annat saknade rapporten kassaflödesanalys, uppgift om antal utestående aktier samt uppgift om resultat per aktie. Bolaget offentliggjorde senare, på uppmaning av NGM-börsen, en korrigerad rapport.

En emittent vars värdepapper är noterade på NDX erhöll kritik för att offentliggörandet av dess bokslutskommuniké för 2016 inte skedde inom den tidsram på två månader från utgången av rapportperioden, vilket regelverkets punkt 5.2.3 erfordrar.

Ett bolag på Nordic MTF och en emittent vars värdepapper är noterade på NDX erhöll kritik för att offentliggörandet av dess bokslutskommunikéer inte skedde inom den tidsram på två månader från utgången av rapportperioden som regelverkens punkt 4.2.3 respektive 5.2.3 kräver.

En emittent av värdepapper noterade på NDX erhöll kritik för att dess bokslutskommuniké avseende räkenskapsåret 2016 inte offentliggjordes i enlighet med regel 5.1.6. Rapporten publicerades på dess hemsida och offentliggjordes via ett

pressmeddelande först påföljande dag efter en kontakt från marknadsövervakningen. Ingen handel skedde i bolagets emitterade finansiella instrument mellan publiceringen på hemsidan och offentliggörandet.

Ett bolag vars aktier är noterade på NGM Equity kritiserades för att bolaget inte inkluderade revisorns granskningsrapport vid offentliggörandet av dess rapport för det tredje kvartalet i enlighet med regel 4.2.4 och 4.2.5. Revisorn hade i rapporten lämnat en anmärkning rörande så kallad going concern⁵.

I 10 ärenden erhöll olika bolag kritik för överträdelser relaterade till offentliggörande av information till marknaden.

Två bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF kritiserades för att ha lämnat information av potentiellt kurspåverkande karaktär i samband med intervjuer i media utan att först ha offentliggjort denna information i enlighet med regel 4.1.5. I ett av de aktuella fallen tvingades NGM-börsen att stoppa handeln med bolagets aktier till dess att informationen hade offentliggjorts till hela marknaden med ett pressmeddelande.

Ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF kritiserades för att tidigare publicerad information om bolaget spridits via en mediapartner som bolaget använder sig av innan informationen hade offentliggjorts i enlighet med regel 4.1.5.

Ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF kritiserades för att det inte i god tid hade informerat om en inställd utdelning på bolagets noterade preferensaktier, vilket strider mot regel 4.1.1. Bolaget informerade om detta först efter den så kallade ex-dagen för den aktuella utdelningen.

Ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF kritiserades för att inte ha inkluderat tillräcklig information i samband med ett företagsförvärv som bolaget genomförde i enlighet med regel 4.1.12.

Ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF kritiserades för att inte ha offentliggjort en förändring av bolagets styrelse i enlighet med regel 4.2.9. Informationen offentliggjordes först efter en kontakt från NGM-börsen.

Två bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF kritiserades för att inte ha offentliggjort kommunikationer från bolagsstämmor i direkt anslutning till att stämman hölls i enlighet med regel 4.2.7.

Ett bolag vars aktier är noterade på NGM Equity kritiserades för att det inte hade lämnat tillräckligt omfattande finansiell information vid offentliggörandet av en försäljning av en materiell tillgång i enlighet med regel 4.1.2. Till följd av detta ärende har bolaget tagit fram och publicerat en marknadsmodell som kommer att användas vid offentliggöranden av liknade transaktioner i framtiden.

Slutligen kritiserades ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF för att bolaget först 19 dagar efter utgången av teckningstiden i ett teckningsoptionsprogram

⁵ Innebär att företaget skall förutsättas fortsätta sin verksamhet under en period av 12 månader.

offentliggjorde utfallet av emissionen, vilket bryter mot regel 4.2.8. Detta skedde även först efter en kontakt från marknadsövervakningen.

En iakttagelse som kan göras gällande de ärenden som förekommit under året är att det vid en majoritet av fallen har rört bolag och emittenter vars aktier och värdepapper nyligen noterats på någon av NGM-börsens marknader. Av de ärenden som refereras till ovan härrör sig 13 till bolag som noterat sina aktier under de senaste två åren. 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 noterat 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 16 stycken godkända Mentorer. Information om dessa framgår på NGM-börsens hemsida under fliken *Bolag/Nordic MTF/Mentorer*.

Den 1 februari 2017 ändrades FIs föreskrift 2007:17 med anledning av Marknadsmissbruksdirektivet (MAD 2). Ändringen berör ärenden där noterade bolags informationsgivning stått i strid med gällande regelverk. NGM-börsen hanterar dessa ärenden i enlighet med normala rutiner men i samtliga ärenden där NGM-börsen har konstaterat en överträdelse av Marknadsmissbruksförordningens artikel 17 (offentliggörande av insiderinformation) skickas en kopia av utredningen till FI. FI har möjlighet att ingripa med en sanktion mot bolaget med avseende på det inträffade men kan även låta saken bero med de åtgärder som vidtagits av NGM-börsen. Fem sådana ärenden har rapporterats under året. FI har i samtliga fall där ärendet avslutats valt att inte vidta några vidare åtgärder med avseende på den aktuella regelöverträdelsen.

I syfte att skapa en god grund och en god förståelse för informationens betydelse för den finansiella marknaden, genomgår varje nytt bolag som noteras även en utbildning som arrangeras av marknadsövervakningen på NGM-börsen. Vidare innehåller regelverket för bolagen på NGM Equity ett krav 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 28 (21) utbildningstillfällen där 133 (74) företrädare för ledningar och styrelser i de noterade och listade bolagen har deltagit. Ökningen är primärt orsakad av det kraftigt ökande antalet nya noteringar på Nordic MTF. NGM-börsen har även anordnat 5 (1) utbildningsseminarier för andra intressenter på värdepappersmarknaden.

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 noterade 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).

Takeover-reglerna har uppdaterats under året och trädde i sin nya lydelse i kraft den 1 november 2017. De förändringar som genomfördes var bland annat initierade av det så kallade Rezidorfallet. Förändringarna rör dels att eventuella myndighetstillstånd som krävs för finansieringen av ett bud måste ha erhållits redan när budet offentliggörs men även att en budgivare vid ett indirekt förvärv måste presentera sin kalkyl för hur det värde som har bestämts vid det indirekta förvärvet på det noterade bolagets aktier har allokerats. Vidare gjordes genom uppdateringen en erinran om att Aktiemarknadsnämnden, om det bedöms vara påkallat, kan lämna anvisningar om hur parterna i en budstrid bör agera. Slutligen höjdes den högsta vitesnivån för ett brott mot takeover-reglerna från 100 miljoner kronor till 500 miljoner kronor. Regelverket 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. Inga uppköpserbjudanden har dock offentliggjorts till aktieägarna i bolag noterade på NGM Equity under 2017 (0 även under 2016). Inte heller på Nordic MTF har något publikt bud offentliggjorts till aktieägarna (under 2016 offentliggjorde Visma AS ett publikt uppköpserbjudande till aktieägarna i Fortnox AB som senare drogs tillbaka).

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 har under 2017 utökats med tre ledamöter sedan föregående år och bestod av följande nio ledamöter: f.d. justitierådet Bo Svensson, ordförande,

justitierådet Severin Blomstrand, vice ordförande samt ledamöterna Bernt Magnusson, Anna Ramel, Alf-Peter Svensson, Sigvard Heurlin, Ulf Lindgren, Anders Acebo samt Fredrik Palm.

Om börsen misstänker att en medlem, en mäklare eller ett noterat 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/emittentens aktier/värdepapper eller, i andra fall, ålägga ett bolag noterat på NGM Equity eller en emittent på Debt Securities 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 noterat på Nordic MTF uppgår det maximala vitet till 1 miljon kronor.

NGM-börsens Disciplinnämnd har under 2017 fattat beslut i tre ärenden.

Den 28 mars 2017 ålades Concent Holding AB ("Concent"), vars aktier är noterade på Nordic MTF, att betala ett vite på 300 000 kronor för brott mot NGM-börsens informationsregelverk. Ärendet rörde ett flertal olika överträdelser inkluderande försenat offentliggörande av revisors förtida avgång, bristfällig informationsgivning rörande försäljning av Barents Center, bolaget hade inte utan dröjsmål lämnat efterfrågad information till NGM-börsen, bolaget hade inte informerat om en väsentlig fordran på Concent samt uteblivet offentliggörande av förändring i styrelsen.

Den 12 juni 2017 ålades Scandinavian Credit Fund I AB ("SCF"), vars räntebärande instrument är noterade på NGM Debt Securities, att betala ett vite uppgående till 200 000 kronor för överträdelser mot NGM-börsens informationsregelverk. Överträdelserna bestod av att SCF inte har haft erforderliga rutiner och system för informationsgivning, inkluderande system och procedurer för ekonomistyrning och finansiell rapportering. Dessa krav ligger till grund för att säkerställa att emittenten fullgör sin skyldighet att förse marknaden med korrekt, relevant och tydlig information. SCF hade vid två påföljande rapporteringstillfällen brutit mot regelverkets tidsramar om att offentliggöra finansiell rapport senast inom två månader från utgången av rapportperioden.

Den 30 november 2017 ålades Computer Innovation AB ("CI"), vars aktier är noterade på Nordic MTF, att betala ett vite på 300 000 kronor för brott mot NGM-börsens informationsregelverk. Överträdelserna rörde följande brister i CI:s informationsgivning: försenat offentliggörande av styrelseledamöters avgång, försenat och felaktigt offentliggörande av årsredovisning för år 2016 samt bristande rutiner för finansiell rapportering som bland annat inneburit att CI brutit mot flera regler i Aktiebolagslagen (2005:551).

Besluten i dess helhet finns att läsa på NGM-börsens hemsida www.ngm.se/marknadsovervakning-2/ under fliken *Disciplinnämndsbeslut*.

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