

# Nordic Growth Market

Börse Stuttgart Group

## Marknadsövervakningsrapport

---

2020

## Innehåll

Inledning .....	3
1. Årsrapport Marknadsövervakningen .....	7
2. Noteringar och handel under 2020.....	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.....	15
5. Krav på deltagarna i handeln .....	16
6. Krav på finansiella instrument .....	17
7. Handel under observation .....	18
8. Corporate actions .....	21
9. Emittenternas informationsskyldighet .....	22
9.1 Emittenternas informationsgivning.....	22
9.2 Övervakning av NGM-börsens regler vid offentliga uppköpserbjudanden...	25
10. NGM-börsens Disciplinnämnd .....	27
11. Kontakt.....	28

# Marknadsövervakningsrapport 2020

---

## 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 Main Regulated Equity (inklusive dess undersegment Nordic AIF), där aktier och andra till dem relaterade värdepapper handlas, och dels Nordic Derivatives Exchange ("NDX") där främst obligationer och andra strukturerade produkter handlas. NGM-börsen har även verksamhet riktad mot den finska, danska och den norska marknaden. Utöver de reglerade marknaderna erbjuder NGM-börsen notering och handel på handelsplattformen Nordic SME, där aktier och andra till dem relaterade värdepapper handlas. Sedan införandet av MiFID II handlas ETP:er (exempelvis certifikat, warranter och mini futures) på handelsplattformen Nordic MTF. All handel på NGM-börsens marknader sker i det egenutvecklade handelssystemet Elasticia. Systemet används även av Spotlight Stock Market ("SSM") samt av den schweiziska börsen BX.

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 har en 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 marknaden aktörer 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 framgår av NGM-börsens medlemsregelverk rörande handeln på börsen. Vidare följs handeln i realtid i syfte att upptäcka misstänkt marknadsmissbruk i form av insiderbrott 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 bolagen.

Det har under året inte skett så stora regelverksförändringar. Den 3 februari 2020 lanserades Nordic SME, Nordic Growth Markets tillväxtmarknad för små- och medelstora företag. Samtliga aktier och aktierelaterade värdepapper som handlades på Nordic MTF:s aktiesegment flyttades från och med måndagen den 3 februari 2020 till den nya SME-marknaden Nordic SME under MIC-koden NSME. Registreringen som en tillväxtmarknad för små- och medelstora företag innebär att de noterade bolagen förväntas kunna ta del av ett antal lättnader som ska införas som ett led i EU-kommissionens arbete med att skapa en kapitalmarknadsunion. Dessa lättnader är i nuläget inte betydande men mot bakgrund av de diskussioner som pågår inom EU rörande underlättande för notering av SME-bolag så finns det en förhoppning om att mer substantiella lättnader kan komma att implementeras framöver. Nordic MTF (MIC: NMTF) kommer fortsättningsvis att användas för handel med värdepapperiserade derivat (ETP:er) och vissa strukturerade produkter.

Från och med den 4 maj 2020 drivs NGM-börsens reglerade marknader under varumärket Main Regulated istället för NGM Equity och NDX. Namnändringen avser att synliggöra det faktum att det är fråga om en reglerad marknad; något som bland annat kan ha betydelse för tillgången till institutionellt eller utländskt kapital. MIC-koden XNGM kvarstår. NGM-börsens marknad för Alternativa investeringsfonder fick i samband med förändringen en ny marknadssegmentsindelning och är inte längre ett marknadssegment på NGM Equity. Det nya marknadssegmentet under Main Regulated heter Nordic AIF och har två undersegment, Nordic AIF Sweden samt Miscellaneous Nordic AIF Sweden.

Omsättningen på NGM-börsens olika aktiemarknader utvecklades mycket starkt under 2020. På NGM Main Regulated Equity (inklusive Nordic AIF) var omsättningen 1 464 miljoner kronor ("mkr") (720,74 mkr), vilket är en ökning med hela 103 %. Antal avslut var 130 996 (79 392), en ökning med 65 %. På Nordic SME var omsättningen 16 612,86 mkr (9 780,96 mkr), en ökning med 69,8 %. Antal avslut var 1 750 981 (1 013 385), en ökning med 72,7 %. Riskviljan på marknaden var även stor, särskilt under den senare delen av året, när det gällde kapitalanskaffningar från de noterade bolagen. De flesta bolagen på Main Regulated Equity och Nordic SME som genomförde företrädesemissioner fick se emissionerna övertecknas men framförallt ökade antalet riktade emissioner kraftigt under året. Totalt genomförde dessa bolag riktade emissioner och apportemissioner där nya aktier utgavs till ett belopp om drygt 510 mkr, vilket är en kraftig ökning i förhållande till föregående år och nästan i nivå med det kapital som togs in via företrädesrättsemissionerna. Den trend som observerats redan under tidigare år där de noterade bolagen i samband med kapitalanskaffningar även ger ut vederlagsfria teckningsoptioner som kan leda till ytterligare kapitalanskaffning i framtiden förstärktes under året. Utvecklingen är inte förvånande mot bakgrund av att inlösen av teckningsoptioner tillförde bolagen drygt 156 mkr, vilket ställt i relation till kapitalet som togs in via företrädesrättsemissioner är hela 26,9%. För mer information om kapitalanskaffningar, se kapitel 8.

IPO-marknaden har lugnat ner sig 2020 jämfört med de senaste åren även om en klar ökning skedde under hösten. Orsaken till nedgången var så klart den kraftiga

marknadsvolatiliteten som följde på Covid-19 virusets snabba spridning. I USA har marknaden för notering av SPAC (Special Purpose Acquisition Company) ökat mycket kraftigt. Vid en notering av en SPAC så görs noteringen av ett bolag bestående endast av en kassa och en ledning, ofta med en framträdande finansprofil, som sedan ska hitta ett annat bolag att investera i. SPAC har väckt visst intresse i även Sverige och NGM-börsen utreder frågan. På Nasdaq Stockholms ("NS") har det sedan länge varit möjligt att notera SPAC men inga sådana noteringar har skett. Processen med SPAC har likheter med de omvända förvärv som har varit vanligt förekommande på svenska marknaden. Där finns ett antal exempel på noterade bolag som inte lyckats fullt ut med sin affärsidé, förvärvar en större onoterad verksamhet och betalar med egna aktier i en sådan utsträckning att det blir att betrakta som ett omvänt förvärv. I en sådan situation blir det noterade bolaget placerat under observation i avvaktan på att man ska genomgå en ny noteringsprocess, inkluderande framtagande av prospekt eller informationsmemorandum som beskriver den nya verksamheten. NGM-börsen har under året sett ett ökat intresse för den typen av affärer och två sådana har genomförts där granskning avslutats och tre stycken pågår. För mer information, se avsnittet om placering under observation.

Marknadsvolatiliteten innebar en kraftigt ökad handel i derivatinstrument och särskilt i de instrument som stiger vid en nedgång på marknaden (så kallade Bear- eller Short-instrument). Den kraftiga volatiliteten har även inneburit att antalet omräkningar av certifikat ökat mycket kraftigt. Toppen nåddes den 9 mars då nästan 900 certifikat räknades om under en enskild handelsdag och flera av dessa räknades om flera gånger under dagen. Ett certifikat omräknas intradag när instrumentets underliggande har rört sig en viss procent i "fel" riktning. Det är certifikatets motsvarighet till en knock-out för en Turbowarrant eller en Mini Future. Certifikaten slås dock normalt inte ut som knock-out produkterna utan räknas om vid en nivå som kan skilja sig lite åt mellan olika utgivare. Detta sker dock alltid innan instrumentet fallit 100 %. Exempelvis kan en X18 räknas om när underliggande rört sig 5 % i "fel" riktning. Instrumentet har då gått ner 90 % och om certifikatet inte räknades om skulle det bli värdelöst om det underliggande instrumentet föll 0,555 % till. När ett certifikat räknas om sätts ett nytt referensvärde (en simulering av en ny dag genomförs) och alla prisförändringar räknas därefter från det nya referensvärdet och inte från gårdagens slutkurs som brukligt är. Om exempelvis startkursen på instrumentet är 100 så skulle den omräknade referenskursen i exemplet ovan vara 10. Att certifikatet räknas om är en skyddsbarriär som förhindrar att det förfaller helt utan värde såsom exempelvis är fallet med en Turbo-BEST knockwarrant när denna nått sin knock-out nivå.

En omräkning gör dock att volatiliteten och potentialen i certifikatet minskar kraftigt på grund av att förändringarna i det underliggande instrumentet efter omräkningen jämförs med det omräknade värdet (10 i exemplet ovan) och inte gårdagens referenskurs (100 i exemplet ovan). Detta gör att instrumentet inte alls återhämtar sig så snabbt om det underliggande vänder upp efter att omräkningen inträffat som det skulle ha gjort om ingen omräkning skett. Det förefaller som att många investerare inte har uppmärksammat hur dessa omräkningar påverkar priset på denna typ av instrument. Detta framgick bland annat av de frågor som inkommit till NGM-börsen i samband med marknadsvolatiliteten. Värt att notera för en investerare är även att dessa certifikat kan räknas om även om det inte pågår någon handel i instrumentet (detta på samma sätt som en knock-out produkt kan knockas utanför handelstiderna för instrumentet) om det pågår handel i det underliggande instrumentet. Detta innebär

att om certifikatets underliggande exempelvis är amerikanska index eller olja så kan certifikatet räknas om och priset på produkten kan påverkas kraftigt efter att handeln på NGM-börsen avslutats. Detta gör att det inte endast går att titta på prisförändringen från när instrumentet handlades den senaste handelsdagen för att förstå utvecklingen, utan hänsyn behöver även tas till hur utvecklingen för det underliggande har sett ut efter att handeln avslutades. Sedan en tid tillbaka pågår handeln med ETP:er fram till 20:00 på NGM-börsen men flera underliggande till derivatinstrument handlas senare än så.

Mot slutet av året tilltog intresset för handel i instrument med olika kryptovalutor som underliggande. NGM-börsen noterade i december två stycken så kallade trackercertifikat med Bitcoin som underliggande utgivna av Valour Structured Products, Inc. Det instrument som handlas i svenska kronor var under slutet av året ett av de mest handlade ETP-instrumenten på NGM-börsen. Inför 2021 råder dock viss regulatorisk osäkerhet rörande handel i derivat som har kryptovalutor som underliggande. Tillsynsmyndigheten i Storbritannien (FCA UK) annonserade den 6 oktober 2020 att de avsåg att införa ett förbud för att sälja kryptoderivat till privatpersoner. Myndigheten informerade senare att alla firmor som är involverade i sådan handel ska registrera sig hos myndigheten och följa de penningtvätts- och anti terrorregler som myndigheten tagit fram. Det är i nuläget oklart vilka eventuellt kommande regler som EU/ESMA kommer att presentera på området men NGM-börsen kommer att bevaka området för att utvärdera hur/om handeln som sker i tracker certifikat på NGM-börsen kan komma att påverkas.

Den 21 december offentliggjordes NGM-börsens fyra nya index. De nya indexen heter *NGM All-share*, *NGM Main Regulated*, *NGM Nordic SME* samt *NGM X* och har tagits fram för att hjälpa investerare att lättare analysera tillväxtbolagen på NGM-börsen. *NGM X* inkluderar de tio största och mest omsatta bolagen på NGM-börsen, som till exempel Fortnox, Kopparbergs och Metacon. *NGM X* är ett marknadsviktat index och dess utveckling har sedan 2013 varit strax över 390 %. Under 2020 steg detta index med 65,1 %. Samtliga noterade bolag på NGM-börsen är inkluderade i *NGM All-share* index som under 2020 steg med 88,4%. *NGM Main Regulated* index inkluderar alla bolag noterade på den reglerade marknaden och sjönk under året med 8,5 %. *NGM Nordic SME* inkluderar alla noterade bolag på Nordic SME-marknaden och steg under 2020 med 100,1 %. Indexen beräknas av Millistream och dissemineras i SEK. Det finns tio års historik från och med januari 2011 med basvärde 1000. För *NGM X* kommer indexpopulationen revideras två gånger per år och träda i kraft på den första handelsdagen i december och juni månad. Övriga indexpopulationer revideras kontinuerligt under handelsåret. Mer detaljer återfinns på NGM-börsens hemsida under *Index*.

## 1. Årsrapport Marknadsövervakningen

Enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden ("LVPM") skall en börs ha en marknadsövervakning som är oberoende i förhållande till den affärsdrivande verksamheten. Av FI:s 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 informationsskyldighet 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 FI:s föreskrifter. Rapporten innehåller därutöver redogörelser för förhållanden som marknadsövervakningen har bedömt vara av allmänt intresse.

## 2. Noteringar och handel under 2020

*(siffrorna inom parentes avser motsvarande period år 2019)*

Intresset från bolag för att notera sina aktier på Nordic SME var under året något högre än under föregående år. Under 2020 noterades aktier i 7(6) bolag på Nordic SME; TCECUR Sweden AB, Preservia Holding AB PREF, Northern CapSek Ventures AB, Raybased Holding AB, Star Vault AB, We aRe Spin Dye AB och Imsys AB.

LifeAssays AB bytte lista under året, från NGM Main Regulated Equity till NGM Nordic SME.

Under året har 7 (7) bolags aktier avnoterats från NGM-börsen. Aktierna i MVV Holding AB avnoterades från Nordic SME med anledning av ett offentligt uppköpserbud till aktieägarna i bolaget. Aktierna i Privanet Group Oyj upphörde att vara parallellnoterade på Nordic SME under året och är efter avnoteringen endast noterade på Nasdaq First North Helsingfors.

Aktierna i Mertiva AB avnoterades från Nordic SME till följd av en fusion med Nordic SME-noterade Arbona AB. Aktierna i Smart Energy Sweden Group AB avnoterades från Nordic SME efter beslut i NGM:s disciplinnämnd, se mer information i avsnitt 10.

Aktierna i Guideline Geo AB avnoterades från NGM Main Regulated. Aktierna i KebNi AB (fd. Advanced Stabilized Technologies Group AB) och Swedish Stirling

AB avnoterades från Nordic SME. Samtliga dessa bolags aktier handlas efter avnoteringarna på First North Growth Market ("FNGM").

Vid årsskiftet 2020/21 var antalet bolag som har aktier noterade 6 (8) på NGM Main Regulated Equity, 65 (64) på Nordic SME och 7 (7) på Nordic AIF. På Nordic AIF fanns även andra typer av värdepapper noterade från 18 bolag.

Omsättningen på NGM-börsens olika aktiemarknader utvecklades mycket starkt under 2020. På NGM Main Regulated Equity (inklusive Nordic AIF) var omsättningen 1 464 miljoner kronor ("mkr") (720,74 mkr), vilket är en ökning med hela 103 %. Antal avslut var 130 996 (79 392), en ökning med 65 %. På Nordic SME var omsättningen 16 612,86 mkr (9 780,96 mkr), en ökning med 69,8 %. Antal avslut var 1 750 981 (1 013 385), en ökning med 72,7 %.

Den totala omsättningen för ETP-instrument var under året 49 677 mkr (28 673 mkr) (omräknat med genomsnittlig kronkurs). Detta är en ökning från föregående år med 73,2 %. Antalet avslut uppgick till 1 528 650 (794 401), vilket är en ökning från föregående år med 92,4 %. Handeln i ETP:er gynnades kraftigt av den stora marknadsvolatiliteten som präglade särskilt den första halvan av året. Den klart mest handlade underliggande aktien för ETP:er var Tesla med 198 527 avslut och 8 103 mkr i omsättning på årsbasis, en ökning med 683,6 % i antal avslut och 411,9 % i omsättning, jämfört med 2019. Det sattes även ett intradagsrekord för handel i ett underliggande då handeln den 30 januari i ETP-instrument med Tesla som underliggande omsatte 494,8 mkr.

Antalet noterade ETP-instrument, strukturerade produkter och övriga icke aktierelaterade instrument uppgick vid utgången av 2020 till 23 850 (13 571), en ökning med 75,7 %. Ökningen beror främst på att några emittenter av ETP:er har breddat sitt utbud under året och exempelvis utökat antalet underliggande instrument som kan handlas via ETP:er. Under de senaste åren har handelstiderna för ETP:er utökats och numera öppnar handeln klockan 8:00 och stänger klockan 20:00 för de instrument där underliggande instrument handlas så att emittenterna kan kvotera priser även utanför ordinarie öppettider (09:00-17:30).

### **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 som från 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 rörande Kodens bestämmelser.

Kollegiet offentliggjorde den 1 december 2020 - Regler om ersättningar till ledande befattningshavare och om incitamentsprogram ("Ersättningsreglerna"). Ersättningsreglerna ersätter den tidigare självregleringen avseende ersättning till ledande befattningshavare samt aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram. Reglerna innehåller också vissa bestämmelser som kompletterar reglerna i aktiebolagslagen om ersättningsriktlinjer och ersättningsrapport. I arbetet har befintliga regler om ersättningar, ersättningsprinciper och ersättningsrapport i Svensk kod för bolagsstyrning ("Koden"), med vissa förändringar, flyttats över till Ersättningsreglerna, varvid Kodens regler i dessa avseenden inte längre ska gälla. De nya reglerna träder i kraft den 1 januari 2021.

Kollegiet har även under året gett ut särskilda tillämpningsföreskrifter med anledning av Covid-19. Punkterna 1.1–1.3 i Svensk kod för bolagsstyrning uppställer krav beträffande föravisering av stämmodtidpunkt, styrelseledamöters närvaro vid års- och bolagsstämma samt om framtagande av förslag till ordförande vid årsstämma. Med anledning av de åtgärder som vidtas för att begränsa spridningen av det virus som orsakar Covid-19, vilket bland annat innefattar reserestriktioner och åtgärder för att begränsa folksamlingar, beslutade Kollegiet att Kodens punkt 1.1–1.3 inte tillämpas och det utgör således inte heller någon avvikelse från Koden om reglerna inte tillämpas. Denna tillämpningsföreskrift gällde initialt under år 2020 men har sedan förlängts till att gälla även under år 2021. Nu gällande Kod finns på tillgänglig på <http://www.bolagsstyrning.se/koden/gallande-kod>.

Kollegiet har gjort en omfattande genomgång av Kodens tillämpning på den svenska aktiemarknaden. Denna rapport återfinns på följande länk: [http://www.bolagsstyrning.se/userfiles/archive/3929/kodkollegiet\\_arsrapport-2020\\_sve.pdf](http://www.bolagsstyrning.se/userfiles/archive/3929/kodkollegiet_arsrapport-2020_sve.pdf). Av rapporten framgår bland annat att Kollegiet vid sin granskning av hur Koden tillämpas uppmärksammat att antalet avvikelser minskat något jämfört med föregående år. Detta kan tolkas både positivt och negativt. Utvecklingen är positiv från utgångspunkten att om Kodens regler respekteras torde standarden för bolagsstyrningen inom de noterade företagen höjas. Den kan ses som lite negativ om bolagen inte använder det verktyg som Koden ger med principen följ eller förklara. Mot bakgrund av att alla bolag kan ha väldigt olika förutsättningar, ska ett bolag kunna välja en annan lösning än den standardlösning som Koden föreskriver och sedan motivera varför denna lösning valts istället. Den regel som uppvisar flest avvikelser är regel 2.4 om valberedningens sammansättning. Den vanligaste avvikelserna är att styrelseordföranden, eller annan ledamot i styrelsen, har utsetts till ordförande i valberedningen, oftast med motiveringen att denna person i egenskap av stor ägare och/eller av kompetensskäl ansetts mest lämpad att leda valberedningens arbete.

Vid den granskning som NGM-börsen gjort av hur Koden tillämpas, har det uppmärksammat att antalet avvikelser totalt sett varit fler under året. Detta beror dock primärt på att antalet så kallade Alternativa Investeringsfonder ("AIF") som har aktier noterade på NGM-börsen har ökat i förhållande till tidigare år. Dessa bolag har en speciell styrningsmodell med en utsedd AIF-förvaltare som står under tillsyn av FI som sköter många uppgifter åt den noterade emittenten och denna styrningsmodell

renderar i vissa avvikelser från Kodens bestämmelser. Detta gäller exempelvis punkt 2.1 rörande valberedning. Utöver detta rapporterar ett flertal bolag avvikelser rörande utskott där det anges att bolagens styrelse valt att inte tillsätta separata utskott för att hantera olika frågor utan att frågorna hanteras av hela styrelsen. Detta mot bakgrund av att bolagen och styrelserna är tämligen små.

Den 4 december 2020 informerade NASDAQ US att man skickat in en ansökan till SEC rörande ett framtida tillägg till reglerna om styrelsens sammansättning i fråga om mångfald. Tillägget skulle ange att minst en styrelsemedlem måste vara kvinna och att minst en person i styrelsen ska vara från en minoritet eller en så kallad HBTQ-person. I nuläget är det 20 % av bolagen på NASDAQ US som inte uppfyller dessa krav. NS angav i en artikel rörande denna föreslagna förändring att de under början av 2021 kommer att presentera nya förslag rörande mångfald på den svenska marknaden. NGM-börsen kommer noga att bevaka och utvärdera utvecklingen inom det här området.

## **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") och övrig tillämplig lagstiftning på området. 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 identifiera 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 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 2020 till 183 574 (160 628), vilket är en ökning med ca 14,2 % jämfört med 2019. Ökningen är primärt en effekt av högre handelsvolym och den kraftiga marknadsvolatiliteten, speciellt under första halvåret. Ökningen hade även varit ännu kraftigare om inte vissa larmparameterar

rörande handel i ETP-instrument hade justerats under året. Volatilitet på marknaden ger larm i ETP-instrument som härrör sig till prisrörelser i de underliggande instrumenten. Dessa larm används för att identifiera de fåtal tillfällen då instrumentets market maker har kvoterat felaktiga priser men kan i normalfallet stängas tämligen snabbt då de normalt är en naturlig följd av marknadsvolatilitet och instrumentets hävstång. På aktiesidan noterades en fortsatt ökning av antalet larm, vilket primärt har orsakats av den kraftigt ökande handeln på NGM-börsens aktiemarknader under året.

Sedan implementeringen av MiFID II den 3 januari 2018 finns ett krav på alla medlemmar att lämna mer kundinformation än tidigare rörande varje order som läggs på börsen, så kallad "Order Record Keeping". Detta har förbättrat marknadsövervakningens möjlighet att utreda misstänkt handel. I och med att medlemmen vid orderläggningen inkluderar en kortkod som är unik för den aktuella kunden ökar möjligheten i övervakningssystemet att skapa effektiva larm. Dock gör det faktum att en stor del av handeln sker via kapital- eller pensionsförsäkringar där medlemmen för alla order kan skicka in en LEI-kod för den juridiska personen och inte lämna information om varje slutkund, att informationen inte är fullständig. Flera medlemmar inkluderar dock även kundernas depånummer för denna typ av handel (dock ej inkluderande kundidentifiering), varför handelsmönster går att utreda genom denna information. Marknadsövervakningen har i dessa fall även en möjlighet att efterfråga identiteten bakom en kunddepå från medlemmen för det fall misstanke om marknadsmanipulation eller insiderbrott föreligger. Vid fall där misstanke kvarstår har sedan FI och Ekobrottsmyndigheten ytterligare verktyg att använda för att utreda den aktuella misstanken.

## 4.2 Rapporteringsskyldighet

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 om marknadsmissbruk ("marknadsmissbruksförordningen") ställer krav på att NGM-börsen ska rapportera misstänkta transaktioner till FI om det kan antas att transaktionerna (eller order) utgör eller har samband med insiderbrott eller marknadsmanipulation. Tillsammans utgör dessa två begreppet marknadsmissbruk.

Under 2020 anmälde NGM-börsen 22 (20) ärenden till FI. Av dessa anmälningar avsåg 4 (7) misstankar om insiderbrott och 18 (13) misstanke om marknadsmanipulation.

Den 22 december 2020 publicerade FI ett beslut som innebar att Carnegie Investment Bank AB ska betala ett vite på 750 000 kronor för att ett fall av misstänkt marknadsmissbruk inte har rapporterats till myndigheten. Som anges ovan anger lagen att bland annat medlemmar och marknadsplatser ska anmäla misstänkta transaktioner till FI. Det här är dock det första fallet, som marknadsövervakningen har sett, där en sådan part har fått böta för att rapporteringsplikten inte följts. De tidigare reglerna sa att det var en fysisk person på den juridiska personen som var skyldig att rapportera som personligen ansvarade för att rapporteringsplikten uppfylldes och då drevs ett par ärenden mot sådana personer till domstol. Detta ändrades dock senare till att det är den juridiska personen som hålls ansvarig vid utebliven rapportering. Det aktuella fallet som renderade i sanktionen rörde så kallad egenhandel där en kund agerade både köpare och säljare i ett avslut av materiell storlek. FI anför i beslutet att

den aktuella transaktionen förefaller ha varit uppgjord på förhand och att den skulle ha rapporterats till FI i enlighet med gängse rutiner. Det är i nuläget inte känt huruvida beslutet kommer att överklagas.

Marknadsövervakningen har 2020 sett en viss nedgång av antalet ärenden rörande marknadsmanipulation vid handel med små volymer, så kallade ”enpetare”. Detta gäller då de ärenden där en investerare har köpt en liten volym aktier, ofta endast en aktie, där transaktionen inte varit kommersiellt motiverad utan att investeraren istället förefaller ha avsett att påverka andra aktörer på marknaden rörande aktiens pris. Personen kan exempelvis ha haft en samtidig order i orderboken med en större volym aktier att sälja och köpen har genomförts för att förmå andra investerare att köpa den större volymen aktier till det högre priset. Huruvida denna trend blir bestående får framtiden utvisa men marknadsövervakningen har under året istället sett en ökning av fall av omotiverade kurskörningar, så kallad ”Momentum ignition”, som står för majoriteten av de ovan nämnda ärenden rörande misstänkt marknadsmanipulation.

Vid ett antal tillfällen har kursrörelser observerats i noterade bolags aktier som inte har förefallit rationella och motiverade av den information som bolagen publicerat rörande sina verksamheter. Ett sådant exempel framgår nedan i Preservia Holding AB:s preferensaktie (noterad på Nordic SME) där aktiekursen steg mycket kraftigt (upp över 500 %) utan att bolaget presenterat någon ny kurspåverkande information. Marknadsövervakningen tog då kontakt med bolaget som sedan offentliggjorde ett pressmeddelande till aktiemarknaden med information om att ingenting hade inträffat i bolaget som föranledde en sådan prisrörelse. Aktiekursen föll sedermera tillbaka till i närheten av den ursprungliga kursen. Marknadsövervakningen vill påminna alla investerare om vikten av att göra en egen analys inför all handel och att inte basera sin handel endast på att en aktie går upp och att många andra investerare handlar i aktien. I samband med denna typ av kursrörelser har marknadsövervakningen identifierat, och anmält, misstänkta fall av marknadsmissbruk av typen ”Momentum ignition”. Vid en sådan situation initierar en aktör, genom aggressiva köp, en prisrörelse som inte är baserad på ny information. Rörelsen är endast avsedd att förmå andra investerare att köpa den aktuella aktien till ett högre pris, varpå den som initierade rörelsen kan sälja sina aktier med vinst. Marknadsövervakningen upplever att denna form av marknadsmissbruk har ökat under året.



Den typ av omotiverade prisrörelser som redogörs för ovan är inte bara något som inträffat på svenska marknaden utan kan ses även på andra marknader, framför allt den amerikanska. Under året har uttrycket "Robin Hood phenomenon" blivit populärt för att beskriva handeln i många amerikanska aktier där exempelvis man har kunnat observera mycket kraftiga kursökningar i bolag som ansökt om rekonstruktion ("Chapter 11"), vilket normalt inte är en nyhet som föranleder en kraftig uppgång i aktien. Den 16 december rapporterade Wall Street Journal att tillsynsmyndigheten i Massachusetts har stämt Robin Hood ("RH") och anser att denna firma genom aggressiv marknadsföring rekryterat nya och oerfarna handlare och exponerat dem för onödiga risker genom att erbjuda dem en tjänst som inte tillser deras bästa intressen. Myndigheten anförde att RH har gjort aktiehandel till ett spel genom att uppmana kunderna till att vara konstant uppkopplade till RH och genom erbjudanden om gratisaktier och genom användande av push-notiser. Den 17 december beslöt även SEC att RH ska betala 65 miljoner USD i en uppgörelse som handlar om att RH inte följt reglerna om bästa exekvering av kundernas order. Detta ärende torde handla om det tidigare rapporterade upplägget för HFT-firmor fick tillgång till kundernas orderflöde och därigenom hade möjlighet att handla på dessa (så kallad "front running"). RH har varit kända för att ha gratis courtage vid sin handel, vilket är en trend som hittills inte nått Sverige. Här kan det vara på sin plats att påminna om att ifall en kund inte betalar något för en tjänst så är det kunden som är produkten.

FI har på sin hemsida presenterat statistik över antalet anmälningar som inkommit till myndigheten under 2020 till och med november (när denna rapport författas). Totalt har 319 (357) anmälningar om misstänkt insiderhandel inkommit hittills under 2020, vilket är en nedgång på 10,6 % från det totala antalet 2019. Rörande misstänkt marknadsmanipulation har FI erhållit 250 (248) anmälningar, vilket är en viss ökning mot 2019 men en nedgång på cirka 38 % från nivån 2018.

NGM-börsen har i tidigare rapporter belyst det stora antalet ärenden där FI har bötfällt investerare för marknadsmissbruk främst vid ärenden rörande handel med små

volymer på avvikande kurser. Här har FI stått för en stor del av alla sådana ärenden i Europa trots att det numera är gemensamma EU-regler rörande marknadsmanipulationer. Denna bild står sig fortfarande under året och det kan fortfarande konstateras att de bötesbelopp som utdöms är mycket höga, särskilt sett i relation till de domar som publicerats i ärenden rörande marknadsmanipulationer där den åtalade har begått uppsåtliga marknadsmanipulationer (FI hanterar generellt de mildare förseelserna). Ett flertal privatpersoner som FI ålagt att betala höga sanktionsavgifter har inte godtagit dessa. Ett antal ärenden har drivits ända upp till högsta domstolen som den 11 november 2020 uttalade sig i tre avgöranden om hur sanktionsavgiften ska bestämmas vid överträdelse av förbudet mot marknadsmanipulation.

Målen rörde marknadsmanipulation genom handel med små volymer av aktier. Privatpersoner hade handlat med enstaka aktier med följd att aktiekursen påverkades utan att denna kursrörelse motsvarade en verklig förändring av utbudet eller efterfrågan på aktien. Högsta domstolen konstaterade att sådan handel utgör ett störningsmoment på värdepappersmarknaden som innebär en risk för marknadens integritet. Vid bedömningen av sanktionsavgiftens storlek ska det beaktas bland annat hur många transaktioner överträdelsen har omfattat, hur lång tid överträdelsen har pågått och om personen tidigare har varnats för liknande beteenden. Avgifterna bestämdes i de aktuella fallen till 70 000 kr, 100 000 kr respektive 120 000 kr, vilket inte låg så långt ifrån de ursprungliga beloppen som FI beslutat om. Dessa domar kommer sannolikt att ha prejudicerande effekt och därmed torde det inte bli någon större förändring rörande hur dessa ärenden bedöms om inte nya regler/riktlinjer introduceras. NGM-börsen vidhåller sin tidigare redogjorda åsikt att skillnaderna i monetära termer mellan de böter FI utdömer och de dagsböter som domstolarna dömer i de mer allvarliga fallen av marknadsmanipulationer är orimligt stora.

En annan uppmärksam händelse rörande marknadsmissbruk var rättegången i Viking Supply Ships AB ("VSS") där Stockholms tingsrätt den 23 september dömde två personer till villkorlig dom och böter för grovt insiderbrott. Drygt 803 000 kronor förklarades även som förverkade som utbyte av brott. Bakgrunden är en kraftigt kurspåverkande nyhet om VSS:s försäljning av tre isbrytare. Aktien rusade med drygt 450 procent samma dag som affären offentliggjordes i augusti 2018. Den 14 oktober informerades dock om att den fällande domen mot bröderna för insiderbrott kan komma att rivs upp. Med hänvisning till att det eventuellt begåtts grovt rättegångsfel i tingsrätten har Ekobrottsmyndighetens överåklagare begärt att hela målet tas om. Den som köpte aktierna i VSS hade en bror som vid tidpunkten var högt uppsatt chef inom bolaget och åklagarens främsta bevis mot de båda männen – som tingsrätten också fäste stor vikt vid i domen – var sms-meddelanden mellan bröderna. Överåklagaren har beslutat att överta målet från den tidigare åklagaren och som första åtgärd har hon överklagat domen till Svea Hovrätt. Orsaken till det ovanliga beslutet är nämnda sms mellan de dömda bröderna. I rättegångsbalken finns nämligen begränsningar av vilka beslag som får göras vid en brottsutredning, däribland avseende skriftliga meddelanden mellan närstående. Ändå har åklagaren beslagt sms mellan bröderna och sedan använt dem som bevisning i tingsrätten. Möjligen kan överåklagarens beslut leda till en debatt om beslagsförbudet och den utredning som lades fram 2017 med förslag på förändringar av regelverket, som hittills inte lett till någon lagändring, påtalade åklagaren Thomas Langrot som anförde att "Risken är annars att närstående aldrig kan fällas till ansvar för insiderbrott". NGM-börsen

stödjer helt en lagändring på det här området då arbetet att motverka insiderbrott kraftigt försvåras av den nuvarande lagstiftningen och att det finns stor risk för att allmänhetens förtroende för rättsväsendet urholkas om ärenden som det ovanstående inte resulterar i fällande dom på grund av att avgörande bevisning inte kan användas vid rättegången.

### 4.3 Handelsstopp

I 22 kap LVPM finns lagregler om handelsstopp där det framgår att börsen, efter samråd med FI, får avbryta handeln med ett finansiellt instrument om informationen om instrumentet är asymmetrisk, informationen om instrumentet 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 Main Regulated Equity) och för handelsplattformar (som Nordic SME).

Under 2020 har NGM-börsen, med stöd av ovanstående lagregler, implementerat handelsstopp i aktier på NGM Main Regulated Equity vid 0 (1) tillfällen och i aktier noterade på Nordic SME vid 1 (2) tillfälle och i instrument noterade på Nordic AIF vid 1 (0) tillfälle.

Aktierna i Net Trading Group AB (Nordic SME) stoppades klockan 10:06 den 11 juni 2020. Bolaget hade tidigare i sin rapport för första kvartalet 2020 informerat om att man avsåg att genomföra ett omvänt förvärv. Utan några vidare nyheter rörande detta började bolaget aktie den 11 juni att stiga kraftigt och handeln stoppades. Bolaget informerade vid klockan 14:45 att den mycket kraftiga kursuppgången i bolagets aktie som skett hade gjort att de inblandade parterna bestämt sig för att lägga planerna på omvänt förvärv på is till vidare. Detta då värderingen av bolagets aktie på börsen inte avspeglade verkliga värden i bolaget. Handel återupptogs klockan 15:15 och aktien föll tillbaka kraftigt.

Den 23 november 2020 genomfördes ett regulatoriskt handelsstopp i ett vinstandelsinstrument utfärdat av Estea Sverigefastigheter 3 AB (Nordic AIF) med anledning av att bolaget avsåg att överföra majoriteten av instrumentets nominella värde tillbaka till ägarna. Företaget avser senare att överföra även vinstandelskomponenten till investerarna men storleken på denna kan inte bestämmas innan bolaget har ett reviderat årsbokslut. Då handeln mot denna bakgrund inte bedömdes kunna ske på korrekta priser beslutades att instrumentet hålls stoppat tills vidare.

Handeln i ETP-instrument har stoppats i enlighet med reglerna ovan vid 3 (4) tillfällen omfattandes totalt 188 (144) instrument som en följd av att den marknadsplats där det underliggande instrumentet är primärnoterat, stoppat handeln i detta instrument. När handeln i det underliggande instrumentet återstartats har handelsstoppet i ETP-instrumenten hävts.

NGM-börsen har utöver de regulatoriska handelsstopp som omnämns ovan även en möjlighet att göra så kallade tekniska handelsstopp. De flesta handelsstoppen av

denna typ genomförs 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 av typen knock-out ökat kraftigt. Under 2020 stoppades handeln i sådana instrument 34 740 (18 017) gånger, vilket är en uppgång med 92 %. Tack vare införandet av Order Protection Mode<sup>1</sup> ("OPM") för handeln med ETP:er förhindras handel efter knock-out för dessa instrument och följaktligen behövde ingen makulering av sådana avslut genomföras. Innan implementeringen av OPM var handel efter knock-out den vanligaste orsaken till makulering av avslut. En stor del av hanteringen av knock-outs är numera automatiserad hos såväl emittenterna som hos NGM-börsen.

Totalt makulerade NGM-börsen under 2020 avslut vid 37 tillfällen (18), en uppgång med 105 %. 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 jämfört med situationen innan OPM infördes. En majoritet av de makuleringar som numera sker avser situationer där kunder har handlat med sig själva, så kallad egenhandel.

## 5. Krav på deltagarna i handeln

En del av marknadsövervakningens arbete består av att granska och övervaka att de medlemmar som deltar i handeln följer gällande regelverk och agerar i enlighet med god sed på värdepappersmarknaden. Deltagarnas agerande styrs främst av den lagstiftningen inom det finansiella området men även av NGM-börsens egna medlemsregler.

Under senhösten presenterades en uppdatering av Medlemsreglerna där främst reglerna rörande marknadsgaranter förändrades. Ett nytt begrepp infördes, *Base Liquidity Provider* ("BLP"). En BLP är en medlem som på uppdrag av någon av Marknadsoperatörerna ställer priser i ett finansiellt instrument. En sådan aktör ska följa de volym-, spread- och närvarokrav som följer av BLP Agreement. Ett nytt begrepp införs, *Qualified Algorithmic Trader* ("QAT"). En QAT är en aktör som tillämpar en så kallad marknadsgarantsregi utan att ha ett uppdrag från vare sig emittenten eller någon av Marknadsoperatörerna. En sådan aktör ska följa de volym-, spread- och närvarokrav som följer av Rules for QAT. Det förtydligas att begreppet *Liquidity Provider* ("LP") avser en medlem som på uppdrag av aktieemittenten, ställer priser i aktier. En sådan aktör ska följa de volym-, spread- och närvarokrav som följer av LP Rules. Det förtydligas att begreppet *Market Maker* ("MM") avser en medlem som på uppdrag av en emittent av obligationer, strukturerade produkter eller värdepapperiserade derivat, ställer priser i sådana finansiella instrument. En sådan aktör ska följa de volym-, spread- och närvarokrav som följer av Market Maker Rules. Förändringarna träder i kraft den 1 januari 2021. Hela regelverket återfinns på [www.ngm.se/regelverk](http://www.ngm.se/regelverk) under fliken *Regler för medlemmar*.

---

<sup>1</sup> Skyddsfunktion för investerarna i ETP-instrument som innebär att inget avslut kan exekveras om inte instrumentets market maker kvoterar tvåvägspriser i marknaden. Denna funktion förhindrar handel på felaktiga priser om emittenten inte kan kvotera priser i marknaden.



NGM-börsen har under 2020 delat ut kritik i 1 (1) ärende rörande en medlem. Ärendet rörde medlemmen i dess egenskap av emittent av ETP-instrument. Medlemmen kritiserades för att den vid två närliggande tillfällen genomfört felaktiga omräkningar av certifikat och i samband med detta kvoterat icke marknadsmässiga priser, vilket strider mot punkt 5.2.7 i medlemsreglerna. Inga kunder drabbades av de inträffade händelserna och medlemmen har implementerat förbättrade rutiner och system för att tillse att det inträffade inte upprepas framöver.

Den 2 juni 2020 meddelade FI att de återkallar tillstånden för Exceed Capital Sverige AB ("Exceed") med omedelbar verkan. FI angav att dess undersökning visat att Exceed genomgående hade brutit mot centrala kundskyddsregler i värdepapperslagstiftningen. Beslutet innebar att Exceed inte längre fick erbjuda investeringsrådgivning och att den tillståndspliktiga verksamheten skulle avvecklas under ordnade former fram till den 2 september 2020. Exceed agerade som market maker i drygt 200 finansiella instrument på NGM-börsen, primärt strukturerade instrument. Exceed fortsatte att ställa köppriser i dessa instrument fram till avvecklingen slutförts för att kunderna skulle kunna realisera sina instrument. Sedan den 2 september 2020 är Exceed inte längre medlemmar på NGM-börsen. Market Making i de aktuella instrumenten togs över av en annan medlem, Stukturinvest Fondkommission AB, som därigenom blev största aktör inom priställande i strukturerade instrument på NGM-börsen.

Inga nya medlemmar antogs under året. Totalt hade NGM-börsen 25 medlemmar vid årsskiftet 2020/2021.

## 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*<sup>2</sup> kommer antalet aktörer i orderboken att vara stort, varför 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 marknadens 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. Sedan införandet av MiFID II den 3 januari 2018 har NGM-börsen fastlagda regler rörande LG för aktier som en del av NGM-börsens regelverk för medlemmar (punkt 3.9.3 i regelverket). Dessa återfinns på NGM-börsens hemsida under fliken *Regelverk/Regler för medlemmar*.

För en LG på Nordic SME gäller att det finns två alternativ för kvoteringen med avseende på spread (skillnad mellan köp- och säljkurs) och volym. En LG kan enligt LP Rules 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

---

<sup>2</sup> 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.

sida. Större spread kan användas om aktiekursen understiger 1 kr. För en LG på NGM Main Regulated Equity gäller att priser ska ställas med 10 000 kronor på varje sida med 4 % i spread. Reglerna har varit oförändrade under året.

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. Det skedde under 2020 små förändringar rörande användandet av LG på NGM-börsens aktiemarknader jämfört med föregående år (skillnaden nedan mellan NGM Main Regulated Equity/Nordic AIF och Nordic SME är primärt hänförlig till Nordic AIF där samtliga bolag har anlitat en LG). Vid årsskiftet 2020/2021 anlidade 61 % (60 %) av bolagen på NGM Main Regulated Equity/Nordic AIF och 20 % (22 %) av bolagen på Nordic SME en LG.

Utöver LG enligt ovan så erbjuder NGM-börsen, via sitt systerbolag Euwax AG<sup>3</sup>, en baslikviditet för bolag på NGM-börsen, förutsatt att vissa villkor uppfylls. Baslikviditet innebär att Euwax AG ställer priser i bolagets aktie men med lite mindre volym och lite större spread än för en vanlig LG. Av denna anledning ersätter inte baslikviditeten en LG (eller i förekommande fall krav på en sådan), men kan ses som ett komplement och en del i att tillse att det finns en viss grundläggande likviditet i den relevanta aktien.

## **7. Handel under observation**

Aktierna i ett noterat bolag kan under vissa förutsättningar bli placerade under observation. Syftet med denna åtgärd 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 och i förekommande fall relaterade instrument flaggas i Elasticia som att de handlas under observation. Vidare skickas ett så kallat börsmeddelande ut av NGM-börsen som informerar om anledningen till att instrumenten 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 2020 har NGM-börsen placerat aktierna i 9 (14) bolag under observation. Utöver detta uppdaterades observationsstatusen vid ett flertal tillfällen för aktier som redan handlades under observation då väsentliga händelser inträffade i bolagen som föranledde en uppdaterad status.

---

<sup>3</sup> Euwax AG är ett dotterbolag till Börse Stuttgart som är specialiserade på att tillhandahålla likviditet i finansiella instrument. Euwax har under lång tid ställt priser i tyska aktier, ETP:er, fonder, obligationer mm på börsen i Stuttgart och har under 2019 påbörjat prisställande i instrument noterade på NGM-börsen.

Aktierna<sup>4</sup> i MultiDock Cargo Handling AB (Nordic SME) och Free2Move Holding AB (Nordic SME) placerades under observation mot bakgrund av väsentlig osäkerhet rörande bolagens finansiella situation.

Aktierna i Net Trading Group NTG AB (Nordic SME) placerades under observation den 24 januari 2020 efter att Bolaget offentliggjort att det beslutat att avsluta verksamheten i MaxGodis och att Bolaget fått ett bud på det norska dotterbolaget Net Trading Norway AS, MaxSnus.no. Bolaget meddelade även att dess vd avsåg att avgå och att styrelsen övervägde kontrollerad likvidation, alternativt avnotering. Placeringen under observation uppdaterades den 15 september 2020 efter att bolaget informerat om ett så kallat omvänt förvärv av Lightcircle AS. Som en konsekvens av förvärvet ska bolaget genomgå en omnoteringsprocess innan aktierna kan återföras till ordinarie notering.

Aktierna i GoldBlue AB (Nordic SME) placerades under observation den 29 juli 2019 efter att man offentliggjort en försäljning av dess huvudsakliga verksamhet. Bolaget har sedan dess distribuerat ut majoriteten av försäljningsintäkten till sina aktieägare. Placeringen under observation uppdaterades den 10 juni 2020 då bolaget informerade om ett villkorat köp av Coegin Pharma AS. Som en konsekvens av förvärvet ska bolaget genomgå en omnoteringsprocess innan aktierna kan återföras till ordinarie notering.

Aktierna i Metallvärden i Sverige AB (Nordic SME) hade handlats under observation under hela 2019 med anledning av väsentlig osäkerhet rörande bolagens finansiella position. Placeringen under observation uppdaterades den 30 september 2020 då bolaget informerade om att det träffat avtal om förvärv av Grängesbergs Exploration AB. Som en konsekvens av förvärvet ska bolaget genomgå en omnoteringsprocess innan aktierna kan återföras till ordinarie notering.

Aktierna i Mertiva AB (Nordic SME) placerades under observation den 26 september 2020 mot bakgrund av att bolaget fattat beslut om en fusion med ett annat bolag noterat på Nordic SME, Arbona AB. Fusionen genomfördes sedermera med Arbona som det kvarvarande bolaget och Mertivas aktier avnoterades den 30 september 2020.

Aktierna i Smart Energy Sweden Group AB ("SE") (Nordic SME) hade handlats under observation sedan den 7 augusti 2019. Denna status uppdaterades sedan två gånger under perioden. Först den 2 april 2020 efter att bolaget offentliggjort ett beslut om att ansöka om avnotering från Nordic SME. Sedan uppdaterades den även den 22 april 2020 efter att bolagets huvudägare, Capital Conquest AB, offentliggjort ett offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i SE. Aktierna i SE hade sin sista handelsdag på Nordic SME den 17 juli 2020 efter att NGM-börsens disciplinnämnd beslutat om avnotering av aktierna, se avsnitt 10 i den här rapporten för mer information om detta.

Aktierna i Swedish Sterling AB (Nordic SME), KebNi AB (Nordic SME) och Guideline Geo AB (Main Regulated) placerades under observation mot bakgrund av att bolagen beslutat om att ansöka om avnotering. Bolagens aktier handlas numera på FNGM.

---

<sup>4</sup> Samt i relevanta fall tillhörande relaterade instrument

Aktierna i sju bolag återfördes under året från placering under observation. Sustainable Energy Solutions Sweden Holding AB (Nordic SME) och Spintso International AB (Nordic SME) återfördes efter att bolagen genomgått omnoteringsprocesser efter att ha genomfört omvända förvärv.

Aktierna i Xavitech AB (Nordic SME) placerades under observation den 5 november 2019 efter att ha offentliggjort ett, i förhållande till bolagets storlek, mycket stort förvärv av aktier i Empir Solve AB som skulle innebära upptagande av betydande lån och emission av aktier. Bolaget genomförde sedan kapitalanskaffningar och offentliggjorde ett omförhandlat låneavtal som godkändes på bolagsstämma i bolaget den 15 maj 2020. I samband härmed informerade bolaget om att man säkrat finansiering för de kommande 12 månaderna och aktierna återfördes till ordinarie handel.

Aktierna i Real Holding AB (Nordic SME) placerades under observation den 27 mars 2019 efter att bolaget ansökt om företagsrekonstruktion. Den 5 juni 2020 informerade bolaget om att rekonstruktionsprocessen avslutats. Då hade bolaget gett ut nya aktier, konverterat lån och preferensaktier till nya stamaktier samt förvärvat ett nytt fastighetsbolag genom betalning med nyemitterade aktier. Bolaget informerade om att man via åtgärderna hade säkrat finansiering för de kommande 12 månaderna och aktierna återfördes till ordinarie handel.

Den 28 februari 2019 placerades aktierna i LifeAssays AB (Main Regulated) under observation på grund av att bolaget informerat om att dess egna kapital hade minskat till mindre än hälften av aktiekapitalet. Den 17 augusti 2020 flyttades aktierna tillbaka till ordinarie handel efter att bolaget vidtagit ett flertal åtgärder, inklusive kapitalanskaffningar, och meddelat att bolaget därmed säkrat rörelsekapital för åtminstone de närmaste tolv månaderna.

Den 4 april 2019 placerades aktierna i Chordate Medical Holding AB (Nordic SME) under observation på grund av att bolaget informerat om att det erhållit en anmärkning från sin revisor rörande den så kallade fortlevnadsprincipen. Den 18 september 2020 flyttades aktierna tillbaka till ordinarie handel efter att bolaget genomfört två kapitalanskaffningar och informerat om att bolaget därmed säkrat rörelsekapital för åtminstone de närmaste tolv månaderna.

Den 28 augusti 2020 placerades aktierna i Nexar Group AB (Nordic SME) under observation efter att bolaget offentliggjort ett avtal om att sälja alla dess dotterbolag till Mavshack AB (noterat på FNGM). Bolaget informerade även om att bolaget utvärderar förvärv av ny verksamhet. Bolagets aktier återfördes till ordinarie handel den 12 oktober 2020 efter det att bolaget informerat om att affären med Mavshack avslutats.

Vid årsskiftet 2020/2021 handlades aktierna i 7 (11) bolag under observation. Utöver de ovan nämnda gäller detta för aktierna i WilLak AB (Nordic SME) och Three Gates AB (Nordic SME) som handlats under observation under hela 2020 med anledning av väsentlig osäkerhet rörande bolagens finansiella situation.

## 8. Corporate actions

Under 2020 genomfördes 25 (34) nyemissioner med företrädesrätt för aktieägarna i bolag noterade på Main Regulated Equity och på Nordic SME. Dessa emissioner gav upphov till handel i 60 (76) olika finansiella instrument (teckningsrätter, betalda tecknade aktier, teckningsoptioner, konvertibler mm). Kapitalanskaffningarna via företrädesrätt som gjordes under året var jämnt fördelade i storlek, medelvärde ca 23 (19) mkr, median ca 15,50 (14,45) mkr och inte fokuserade på någon särskild bransch eller verksamhetsområde. Totalt togs 580 (647) mkr in via dessa kapitalanskaffningar under 2020. Ett förfarande som ökat under senare år är att många bolag vid sin kapitalanskaffning ger ut en rätt till aktieägarna att teckna en så kallad Unit som innehåller dels nya aktier och dels teckningsoptioner. Med detta förfarande förväntar sig bolagen att kunna erhålla mer kapital i framtiden när optionerna gått till förfall. Det har även blivit vanligare att bolagen vid utgivandet av dessa optioner inte anger ett på förhand fastställt lösenpris för optionerna utan att lösenpriset istället anges som en rabatt på marknadskursen vid en tidpunkt i framtiden (exempelvis ”teckningskursen ska uppgå till 70 % av aktiens genomsnittliga kurs under perioden X till X”). Fördelen för bolaget med detta upplägg är att även om aktien skulle falla under det kommande året så kommer optionen ändå att ha ett värde vid lösentidpunkten och vara attraktiv för investerarna att utnyttja för att lösa in till nya aktier, vilket inte alltid har varit fallet med ett på förhand fastställt lösenpris. Lösen av teckningsoptioner gav de noterade bolagen drygt 156 mkr under året, vilket ställt i relation till kapitalet som togs in via företrädesrättsemissioner är 26,9%.

NGM-börsen har även noterat en ökning av antalet riktade emissioner under året. Ett skäl som många bolag anför till att välja en riktad emission är att förfarandet är snabbare och billigare än en traditionell företrädesemission. Det är viktigt i sammanhanget att bolagen vid riktade emissioner beaktar Kollegiets rekommendation rörande riktade emissioner vid offentliggörandet av emissionen och framförallt att man tydligt beskriver hur marknadsmässigheten i emissionskursen har bestämts. Det har blivit allt vanligare att kursen i den riktade emissionen bestäms utifrån ett bredare bookbuilding-förfarande och om en sådan process sköts på ett korrekt sätt torde teckningskursen kunna anses motsvara en marknadsmässig emissionskurs. De noterade bolagen har under året tagit in runt 510 mkr via riktade emissioner och apportemissioner, vilket är nästan i nivå med det kapital som togs in via företrädesrättsemissionerna. En ny trend som observerats är att ett antal bolag (5 stycken) har gett ut vederlagsfria teckningsoptioner till sina aktieägare utan att detta skett i samband med en företrädesemission. Teckningsoptionerna har istället delats ut till ägarna för att kompensera för den utspädning som blivit fallet efter att bolaget genomfört en riktad emission. Ett förfarande där aktieägarna efter en genomförd riktad emission tilldelas teckningsoptioner eller att en företrädesemission genomförs på samma villkor som den riktade emissionen (så kallad rättviseemission) är förfaranden som NGM-börsen ser positivt på och som kan minska de problem som kan uppstå vid en riktad emission i förhållande till de existerande aktieägarna.

Det har inte förekommit splitrar eller sammanläggningar under året (två sammanläggningar under 2019).

## 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 informationsspridning är därför mycket viktig och syftar till att alla aktörer ska kunna bedöma sina investeringar utifrån samma förutsättningar.

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

Under året har ändringar i informationsregelverken trätt i kraft för att anpassa dessa till de förändringar det innebär då den reglerade marknaden bytte namn till Main Regulated och då Nordic MTF bytte status till en SME marknad vid namn Nordic SME. Detta är en ny typ av MTF-marknad som lanserades genom MiFID II. Syftet med den nya marknadstypen är att ge små- och medelstora företag inom EU bättre tillgång till publik finansiering. Jämfört med en vanlig MTF-marknad så kommer en tillväxtmarknad för små- och medelstora företag att innehålla ett antal lättnader för bolagen. De lättnader som kommer att implementeras i MAR är enligt NGM-börsens bedömning av marginell betydelse för svenska bolag i nuläget. Eftersom det finns en politisk vilja inom EU att förbättra tillgången till riskkapital för små- och medelstora företag, kan det dock tänkas att det införs fler lättnader i framtiden. NGM-börsen hoppas också att en europeisk standardisering av tillväxtmarknader för små- och medelstora företag ska leda till en ökad rörlighet av publikt europeiskt kapital till förmån för tillväxtbolag.

De fullständiga regelverken återfinns på NGM-börsens hemsida under fliken *Regelverk*.

### 9.1 Emittenternas informationsgivning

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 noterade bolagen på lika villkor. När ett bolags aktier tas upp till handel åtar sig bolaget att följa reglerna så länge bolagets aktier är noterade på marknadsplatsen.

Vid misstanke om att informationsreglerna överträts, initieras ett formellt ärende och en skriftväxling inleds med det berörda bolaget. Under 2020 initierades 19 (29) formella informationsärenden rörande bolag på NGM Main Regulated Equity och Nordic SME samt övriga emittenter på NDX/Nordic MTF.

Två ärenden har avgjorts av NGM-börsens disciplinnämnd, se avsnitt 10. I 16 (26) ärenden har NGM-börsen utdelat kritik mot bolag eller emittenter rörande händelser kring bolagens/emittenternas informationsgivning. Dessa har avsett följande områden:

Tre bolag på Nordic SME kritiserades för att bolagen offentliggjort finansiella rapporter som inte innehållit den information som krävs enligt punkt 4.2.4 i Regelverket. Bolagen offentliggjorde senare kompletterade rapporter. Generellt rörde bristerna formella felaktigheter som inte ansågs vara av direkt kurspåverkande karaktär. NGM-börsen har publicerat en vägledning om innehållet i finansiella rapporter som finns tillgänglig via NGM-börsens hemsida. Bland annat innehåller denna ett flertal exempel på uppställningsformer för jämförande information rörande resultat-, balansräkning och kassaflödesanalys. Genom att ta del av vägledningen torde de noterade bolagen kunna undvika de ovan beskrivna bristerna framöver.

I två ärenden har kritik utdelats mot bolag med finansiella instrument noterade på NGM Main Regulated som offentliggjorde sina årsredovisningar för 2019 vid ett senare tillfälle än vad regelverket kräver. I ett av fallen bröt bolaget även mot reglerna rörande offentliggörande av bokslutskommunikén. Bolagen anförde att detta berodde på problem som uppstått till följd av effekterna av Covid-19 och NGM-börsen valde att inte vidta fler åtgärder utöver kritiken mot bakgrund av det uttalande ESMA har publicerat (nr 31-67-742 av den 27 mars 2020) som tydliggör hur myndigheten ser på finansiella rapporter som försenats på grund av problem relaterade till Covid-19.

Åtta emittenter (noterade på Nordic SME, Main Regulated Equity, Main Regulated Debt och Nordic AIF) kritiserades för att bolagen vid offentliggörandet av årsredovisningen för 2019 inte, i enlighet med gällande regelverk, inkluderat information om väsentliga anmärkningar som bolagens revisorer lämnat i revisionsberättelsen. Bolagen offentliggjorde senare kompletterande pressmeddelanden med den aktuella informationen. Marknadsövervakningen har gjort uppföljningen av denna regel till en fokuserad fråga då den information som revisorerna på detta sätt förmedlar till investerarna anses vara av materiell betydelse vid en bedömning av bolagen.

Ett bolag på Nordic SME kritiserades för att bolaget inte omedelbart informerade om att en person i bolagets styrelse hade avgått, vilket krävs enligt punkt 4.2.9 i regelverket. Bolaget informerade om saken först flera dagar efter avgången och på uppmaning från NGM-börsen.

Ett bolag på Nordic SME kritiserades för att bolaget inte omedelbart informerade när en tidigare offentliggjord order, som bolaget hade bedömt som aktiemarknadsinformation, cancelldes.

Ett bolag på Nordic SME kritiserades för att det vid upprepade tillfällen inte, i enlighet med kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055, tydligt

informerade vid offentliggörandet av pressmeddelande att bolaget hade klassat den aktuella informationen som insiderinformation (så kallad ”MAR-stämpel”).

Flera av överträdelserna har rört bolag och emittenter vars aktier och värdepapper nyligen noterats på någon av NGM-börsens marknader. Många överträdelser har även haft karaktären av att bolagets rutiner inte varit tillräckligt anpassade för de krav som gäller för ett noterat bolag. Det är för bolagen viktigt att förbereda sig för den omställning det innebär att verka i en publik miljö. För att hjälpa bolagen att klara av denna övergång finns det på Nordic SME ett krav på att alla bolag under de två första åren som noterat bolag ska ha en Mentor anlitad som kan ge stöd till bolagen. Bolagets Mentor har, till skillnad från de så kallade Certified Advisers som verkar på FNGM, inte något direkt övervakningsansvar över bolagen utan detta åligger NGM-börsens marknadsövervakning. Mentorn förväntas dock ta en aktiv roll i att bistå bolagen rörande informationsfrågor. NGM-börsen vill framhålla att det är av vikt att bolagen har en tät kontakt med sin Mentor för att undvika problem enligt de som beskrivits ovan. Ramavtalet om uppdrag som Mentor har under året ersatts av ett regelverk för Mentorer. I regelverket skärptes exempelvis kvalifikationskraven för att vara Mentor och det infördes även ett krav på att den firma som agerar som Mentor ska ha minst två anställda mentorspersoner som ska ha godkänts av NGM-börsen. Information om aktuella Mentorer finns på NGM-börsens hemsida under fliken *Foretag/Mentorer*.

Sedan den 1 februari 2017 rapporterar NGM-börsen alla ärenden där det konstaterats en överträdelse av Marknadsmissbruksförordningens artikel 17 (offentliggörande av insiderinformation) till FI i enlighet med FFFS 2007:17. NGM-börsen hanterar dessa ärenden i enlighet med normala rutiner men för det fall en sådan överträdelse konstaterats 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. 4 (6) sådana ärenden har rapporterats till FI under året.

Förra årets rapport redogjorde för sanktionsärendet från den 19 juni 2019 där FI beslöt att Hoylu AB (noterat på FNGM) skulle betala en sanktionsavgift på 2,1 mkr för att ha överträtt flera olika bestämmelser i MAR. Bland annat rörde ärendet att bolagets utelämnande av motpartens identitet i det pressmeddelande som offentliggjordes om en ny order som bolaget erhållit i sig skulle ha inneburit att bolaget inte offentliggjort insiderinformation så snart som möjligt. Bolaget inkluderade en generisk beskrivning av motparten men inte den exakta identiteten. Det aktuella beslutet från FI tycktes då stå i strid med NS disciplinnämnds beslut 2018:5. Det aktuella ärendet överklagades men har än så länge inte avgjorts. Trots detta offentliggjorde FI den 4 november 2020 ett beslut som i substans behandlar samma frågeställning som det tidigare ärendet med Hoylu. I ärendet beslöt FI att Impact Coatings AB (noterat på FNGM) skulle betala 1,1 mkr i vite för flera överträdelser, bland annat att man i ett pressmeddelande om en order den 3 september 2018 inte hade angett kundens identitet när man sålde en beläggningssmaskin. Bolaget hade endast lämnat en generisk beskrivning av kunden. Även i det här fallet hade NS kritiserat bolaget men inte skickat ärendet vidare till sin disciplinnämnd för prövning. Bolagets och FI:s argumentation i ärendet är till stor del likalydande som i det överklagade ärendet. NGM-börsen är, mot bakgrund av att överklagandeprocessen pågår, lite förvånade över att FI fattar ett till beslut på motsvarande grunder innan ett slutligt avgörande publicerats. Då FI:s bedömning är



svår att förena med tidigare praxis så som den uttryckts i DC beslutet ovan är det av vikt att ärendet rörande Hoylu avgörs i rätten så att klarhet i frågan kan uppnås.

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 hålls löpande utbildningar i regelverket för företrädare för bolag noterade på NGM-börsens marknader. 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 27 (16) utbildningstillfällen där 105 (72) företrädare för ledningar och styrelser i de noterade bolagen har deltagit. På grund av riktlinjerna om social distansering med avseende på spridning av Coronaviruset hölls 24 av 27 utbildningar digitalt. NGM-börsen har även anordnat 3 (3) utbildningsseminarier för andra intressenter på värdepappersmarknaden.

Den 15 september 2020 noterades aktierna i Spotlight Group AB (SPGR) på Spotlight Stock Market ("SSM"). För att hantera den potentiella intressekonflikten det innebär att notera aktierna i SPGR på den helägda marknadsplatsen valde bolaget att NGM-börsen skulle genomföra en parallell noteringsgranskning av SPGR före noteringen. Vidare har NGM-börsens marknadsövervakning anlåtats av SPGR för att parallellövervaka dels handeln i SPGR ur ett marknadsmissbruksperspektiv och dels informationsövervakning rörande den information som SPGR offentliggör till marknaden. Denna information granskas av marknadsövervakningen vid NGM-börsen för att tillse att denna följer de informationsregler som SPGR har att följa såsom ett noterat bolag. Övervakningsarbetet underlättas av att Spotlightaktien handlas i NGM-börsens handelssystem Elasticia och att Spotlight och NGM-börsen båda använder övervakningssystemet Instant Watch.

## **9.2 Övervakning av NGM-börsens regler vid offentliga uppköpserbjudanden**

Efter takeover-direktivets implementering i Sverige den 1 juli 2006, har NGM-börsen egna regler om offentliga uppköpserbjudanden som ska tillämpas av bolagen på NGM Main Regulated Equity.

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 SME gäller Kollegiets regler rörande offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i svenska aktiebolag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar (Nordic SME, FNGM och SSM).

Den 1 december offentliggjorde Kollegiet ett antal förändringar i budreglerna som trädde i kraft den 1 januari 2021. De förändringar som genomfördes i regelverken är dels en anpassning till det uppdaterade prospektregelverket, främst i Bilagan till regelverken, dels en inarbetning av Aktiemarknadsnämndens praxis i olika frågor som

rör budreglerna. Nu förtydligas i reglerna att arrangemang som ger en aktör finansiell exponering som motsvarar ett aktieinnehav i vissa fall kan strida mot god sed på aktiemarknaden om de kan betraktas som ett kringgående av budpliktsreglerna. Ett exempel på detta kan vara en aktieägars ökade exponering via en kapitalförsäkring som innebär att de underliggande aktierna passiviseras, vilket får till följd att aktieägens egna innehav överstiger budpliktsgränsen om man bortser från de passiviserade aktierna. Denna regeländring kodifierar uttalande AMN 2020:13 rörande budet på Smart Energy Sweden Group AB ("SE"), se stycke nedan om Capital Conquest AB:s ("CC") agerande i SE.

I samband med ett publikt bud till aktieägarna i ett bolag noterat på NGM Main Regulated 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. Under 2020 offentliggjordes inte några bud på NGM Main Regulated Equity (2 under 2019).

På Nordic SME offentliggjordes 1 (1) publikt bud under året. CC offentliggjorde den 27 maj 2020 ett budpliktsbud till aktieägarna i SE med vederlag om 0,05 kr kontant. Budet hade föregåtts av att Aktiemarknadsnämnden i beslut AMN 2020:13 (publicerat den 9 april 2020) hade behandlat CC:s förvärv av aktier i SE. Där angavs att *"Enligt nämndens mening utgör de nu genomförda förvärven ett flagrant kringgående av budpliktsreglerna. God sed på aktiemarknaden kräver att Capital Conquest inom fyra veckor från förvärven lämnar ett uppköpserbud till övriga aktieägare i Smart Energy i enlighet med budpliktsreglerna"*. CC innehade enligt erbjudandehandlingen vid budtillfället, direkt och indirekt, 54,67 % av aktierna i SE. En stor del av dessa aktier hade köpts via en kapitalförsäkring som CC hade. AMN slog i beslutet fast att dessa köp utlöste budplikt för CC.

Av erbjudandehandlingen som CC publicerade framgick även att *"Styrelseledamoten i Smart Glenn Renhult är även styrelseledamot och huvudägare i Capital Conquest och anses därför i enlighet med Take-Over reglerna delta i Erbjudandet. Styrelsen i Smart, som underrättats om Erbjudandet, har därför inrättat ett budutskott bestående av styrelsen förutom Glenn Renhult. Smart inhämtar ett värderingsutlåtande avseende Erbjudandet vilket förväntas offentliggöras senast två veckor innan budperioden upphör"*.

Erbjudandeperioden angavs löpa från den 28 maj 2020 till den 26 juni 2020. Då ingen rekommendation offentliggjorts från SE:s styrelse mot slutet av anmälningssperioden tog NGM-börsen kontakt med bolagets ledning. Dagens innan utgången av anmälningssperioden offentliggjorde så SE ett pressmeddelande som angav att *"I Smart Energy Sweden Group AB (publ) ("Bolaget") ska styrelsen i samband med det offentliga budet från Capital Conquest AB (publ) inhämta en så kallad fairness opinion från en oberoende aktör för att avge ett utlåtande om värdering av bolagets aktier. Styrelsen har dock inte valt att inhämta något fairness opinion då budet understiger 60 % av aktiens nuvarande substansvärde och därför så rekommenderar inte styrelsen att aktieägarna ska acceptera budet från Capital Conquest AB (publ) på 0.05 kr per aktie"*. CC informerade den 7 juli 2020 om att *"Totalt lämnades det in accept avseende 163 701 598 aktier till budgivaren varav 150 766 023 aktier ägdes av budgivarens egna kapitalförsäkring. Budgivaren kommer efter att transaktionen är*

*slutförd inneha totalt 580 733 228 aktier i Smart Energy Sweden Group AB (publ) vilket motsvarar ca 54,53% av de utestående aktierna i bolaget*". Det sammanlagda antalet aktier som CC kontrollerade angavs alltså till en lägre nivå av antalet aktier i SE efter budet än före budet. Notera i enlighet med beskrivningen i avsnitt 10 nedan att NGM-börsens disciplinnämnd den 18 juni 2020 beslutade att avnotera aktierna i SE från Nordic SME på grund av återkommande regelöverträdelser.

En trend som marknadsövervakningen har noterat under året är att bolag väljer att sälja sin huvudsakliga verksamhet till en motpart istället för att motparten lägger ett publikt bud på det noterade bolaget. Motparten ser ofta en stor fördel i att en sådan process är snabbare och inte innebär lika stora legala kostnader som ett normalt budförfarande. Motparten slipper även risken att inte tillräckligt många aktieägare accepterar ett bud och vid ett lyckosamt bud även den rätt långdragna process som ett tvångsinlösningsförfarande innebär. För bolagets aktieägare finns det några aspekter på detta förfarande som gör sig gällande. En nackdel för aktieägaren är att denne inte får chansen att direkt säga ja eller nej till budet då beslutet om affären istället tas på bolagsstämman där majoritetskravet är lägre än de 90 % som krävs för tvångsinlösen. Aktieägaren får även sälja sina aktier i marknaden till det pris som där råder istället för att lämna in dem i budet till ett fast pris. En fördel för aktieägaren kan dock vara att bolaget, efter att ha sålt verksamheten, i de flesta situationer delar ut en del av försäljningslikviden och genomför ett omvänt förvärv av ett annat bolag. Därmed tillförs en ny verksamhet som aktieägaren får ta del av den framtida utvecklingen i. Det är rimligt att anta att denna trend kommer att fortsätta om inte ny reglering presenteras som påverkar förhållandet mellan dessa båda förfaranden.

## **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 överträdelser 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 utgjorts under 2020 av följande ledamöter: f.d. justitierådet Bo Svensson, ordförande, f.d. justitierådet Severin Blomstrand, vice ordförande samt ledamöterna Bernt Magnusson, Anna Ramel, Alf-Peter Svensson, Ulf Lindgren, Anders Acebo samt Fredrik Palm.

Om börsen misstänker att en medlem, en emittent, 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 överträdelserna är väldigt allvarliga kan nämnden besluta om avnotering av bolagets/emittentens aktier/värdepapper eller, i andra fall, ålägga ett bolag noterat på NGM Main Regulated Equity eller en emittent på Debt Securities ett vite om högst 2 miljoner kronor. För ett bolag som är noterat på

Nordic SME uppgår det maximala vitet till 1 miljon 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 miljoner 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.

Disciplinnämnden har under 2020 fattat beslut i två ärenden.

Den 18 juni 2020 offentliggjordes att Disciplinnämnden fattat beslut 2020:1 om avnotering av aktierna i Smart Energy Sweden Group AB (SE). Disciplinnämnden fann att Bolaget hade brutit mot såväl punkterna 2.2.9 och 2.2.12 som punkterna 4.1.1, 4.1.2, 4.2.4, 4.2.8 och 4.2.11 i regelverket. Nämnden angav att det inte var fråga om enstaka ”olycksfall” i verksamheten utan speglade det förhållandet att Bolaget systematiskt och återkommande överskridit dessa gränser. Vidare angavs att Bolaget brutit mot regelverket på ett så allvarligt sätt att SE måste åläggas en strängare påföljd än vite. Sista dag för handel med aktierna i SE var den 17 juli 2020. Aktierna i Bolaget hade handlats under observation sedan den 7 augusti 2019, då aktierna erhöll sådan status mot bakgrund av att NGM-börsen ansåg att det förelåg väsentlig osäkerhet rörande Bolaget.

Den 20 oktober 2020 offentliggjordes att Disciplinnämnden fattat beslut 2020:2 om att CloudRepublic AB ska betala ett vite om tvåhundra tusen (200 000) kronor. Disciplinnämnden fann att Bolaget hade brutit mot punkterna 4.1.1, 4.1.2 och 4.1.3 i NGM-börsens ”Regler för bolag vars aktier är listade på Nordic MTF” (det regelverk som gällde för Bolaget vid tidpunkten för Bolagets överträdelser av reglerna) genom att man inte offentliggjorde informationen beträffande erhållna order så snart som möjligt i enlighet med regelverket och att Bolaget inte heller upplyste om att den offentliggjorda informationen utgjort insiderinformation. Bolaget bröt därmed även mot kraven i Marknadsmisbruksförordningen och artikel 2 i Genomförandeförordningen.

Alla beslut från Disciplinnämnden finns att läsa i dess helhet på NGM-börsens hemsida [www.ngm.se/borsen/disciplinnamnd](http://www.ngm.se/borsen/disciplinnamnd) 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](mailto:markus.ramstrom@ngm.se)