



NGM

NORDIC GROWTH MARKET

Marknadsövervakningsrapport

2019

Innehåll

| | |
|--|----|
| Inledning | 3 |
| 1. Årsrapport Marknadsövervakningen | 6 |
| 2. Noteringar och handel under 2019..... | 6 |
| 3. Svensk kod för bolagsstyrning | 7 |
| 4. Regelefterlevnad i handeln och kursbildningen..... | 8 |
| 4.1 Elektroniskt övervakningssystem | 9 |
| 4.2 Rapporteringsskyldighet | 9 |
| 4.3 Handelsstopp..... | 11 |
| 5. Krav på deltagarna i handeln | 12 |
| 6. Krav på finansiella instrument | 13 |
| 7. Handel under observation | 14 |
| 8. Corporate actions | 15 |
| 9. Emittenternas informationsskyldighet | 16 |
| 9.1 Emittenternas informationsgivning..... | 18 |
| 9.2 Övervakning av NGM-börsens regler vid offentliga uppköpserbjudanden... | 22 |
| 10. NGM-börsens Disciplinnämnd | 23 |
| 11. Kontakt..... | 24 |

Marknadsövervakningsrapport 2019

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 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 MTF. Där handlas aktier och andra till dem relaterade värdepapper men sedan införandet av MiFID II handlas även ETP:er (exempelvis certifikat, warranter och mini futures) på Nordic MTF. All handel på NGM-börsens marknader sker i det egenutvecklade handelssystemet Elasticia. Systemet används även av Spotlight Stock Market ("SSM") samt 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 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 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.

Upplägget i denna rapport har förändrats något i förhållande till tidigare år. Sedan den 1 januari 2019 har det praktiska övervakningsarbetet för redovisningstillsynen i Sverige flyttats från börserna till ett nybildat organ under föreningen för god sed på värdepappersmarknaden som heter *Nämnden för svensk redovisningstillsyn*. Mer information om denna organisation och dess arbete med redovisningstillsynen under året finns på denna länk <https://www.redovisningstillsyn.se/>. Denna förändring har gjort att det tidigare avsnittet om redovisningstillsyn har i denna rapport utgått.

Till skillnad från de senaste åren skedde det under 2019 inte så stora regelverksförändringar, vilket marknadens aktörer välkomnade efter de stora förändringar som framförallt MiFID II och Marknadsmissbruksförordningen ("MAR") har inneburit sedan de trädde i kraft. Allt fler röster hörs från noterade bolag om att reglerna i MAR är svåra att tolka och tillämpa och att det finns ett behov av förenkling. ESMA¹ har under hösten genomfört en översyn av MAR som var öppen för konsultation. SSM anordnade möten där ett stort antal svenska marknadsaktörer deltog för att samla in och harmonisera åsikter och behov rörande den svenska marknaden. Resultaten blev att det finns ett antal områden där reglerna kan förenklas för bolagen utan att investerarskyddet försämras. Dessa synpunkter har lämnats in i konsultationen och förhoppningsvis tar EU/ESMA chansen att genomföra dessa förbättringar. Mot bakgrund av resultatet av tidigare regelprocesser och regelkonsultationer från EU/ESMA så ska nog förhoppningarna ställas på en låg nivå.

En omdiskuterad händelse rörande tillämpningen av MAR på den svenska marknaden inträffade den 19 juni 2019 när FI offentliggjorde ett beslut som innebar att Hoylu AB (noterat på First North Growth Market ("FNGM")) anmodades att betala en sanktionsavgift om 2,1 miljoner kronor ("mkr"). FI hade funnit att Hoylu bland annat åsidosatt kraven på offentliggörande av insiderinformation i artikel 17.1 i MAR. Detta var det första ärendet i Sverige där FI sanktionerat ett bolag för överträdelser av dessa regler efter en anmälan från en marknadsplats sedan reglerna infördes. Ärendet har överklagats och blivit kraftigt debatterat, se vidare i avsnitt 9.1 i denna rapport.

IPO-marknaden har under 2019 lugnat ner sig jämfört med 2018. Dock har handeln i de aktier som är noterade på NGM-börsen ökat kraftigt 2019 jämfört med föregående år. Detta gäller såväl NGM Equity som Nordic MTF. Handeln har däremot varit tämligen ojämnt fördelad mellan de olika aktierna och den trend som tidigare noterats, dvs. att olika aktier under kortare perioder blir populära tradingobjekt för att därefter återgå till normal handelsnivå har förstärkts under året. En ökning har även noterats rörande antalet emissioner som de noterade bolagen har genomfört under året. Som framgår av avsnitt 8 genomförde bolagen på NGM-börsens aktiemarknader 34 stycken företrädesemissioner under året. Medianvärdet för dessa emissioner var 14,45 mkr. Ett av kapitalmarknadens främsta syfte är att förse de noterade bolagen med riskkapital för att kunna expandera sina verksamheter och mot den bakgrunden kan marknaden ansetts ha uppfyllt denna del under året. En mycket omdebatterad form av kapitalanskaffning är den form av finansiering som kallas *Equity Financing* (på marknaden även kallat "dödsspiralsfinansiering") där bolaget löpande ger ut finansiella instrument (ofta konvertibler) till en extern finansiär som i många fall har tecknat dessa med rabatt och sålt de konverterade aktierna i marknaden med effekten att bolagets aktiekurs ofta får en väldigt negativ utveckling. Vissa röster har även

¹ Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (European Securities and Markets Authority)

hävdad att denna typ av aktörers agerande gränsar till marknadsmanipulation även om ingen dom på området, enligt vår kännedom, existerar. Investerarnas mycket negativa syn och debatten kring upplägget har gjort att allt färre bolag tecknar denna typ av avtal och även att bolag som har haft sådana avtal säger upp dem eller väljer att inte utnyttja dem.

En annan kapitalanskaffning som blivit väldigt omdebatterad offentliggjordes av Brighter AB (noterat på FNGM) mot slutet av året då bolaget informerade om att man inte avsåg att ordna någon handel i teckningsrätterna till en företrädesemission trots att teckningskursen var ställd långt under gällande marknadskurs, varför rätterna skulle inneha ett stort värde efter avskiljandet. Bolaget benämnde denna emission som ”förmånsemission”, vilket uppmärksammades i media och många ställde sig tveksamma till namnet och ansåg att det inte torde vara förmånligt för aktieägarna att inte ha möjlighet att handla med de rätter man erhållit. En anmälan av det aktuella ärendet gjordes av NASDAQ Stockholm (”NS”) till Aktiemarknadsnämnden (”AMN”) som via beslut 2019:52 fastslog att god sed på aktiemarknaden enligt nämndens mening kräver att teckningsrätter som ges ut i bolag på en handelsplattform eller en reglerad marknad noteras eller på annat sätt görs till föremål för organiserad handel, om inte nämnden i det enskilda fallet meddelar annat. Bolaget ändrade sig efter nämndens beslut och meddelande att handel med rätterna ska anordnas. På NGM-börsen finns en regel som anger att handel i teckningsrätter ska anordnas (om förutsättningar finns för handel i dessa, vilket normalt är fallet för en företrädesemission), varför bolagets initiala förförande hade brutit mot NGM-börsens gällande regelverk.

Under året har kryptorelaterade instrument i perioder väckt intresse bland investerare. XBT (numera namnändrat till Coinshares) har noterat ett antal instrument med kryptorelaterade underliggande på NGM-börsen. Vontobel har även noterat mini futures och mini shorts med krypto som underliggande. Detta har gett privatinvesterare en möjlighet att gå kort i dessa kryptovalutor, vilket tidigare inte varit lätt för privatinvesterare. Det regulatoriska klimatet rörande dessa tillgångar är under förändring. Brittiska Financial Conduct Authority (”FCA”) har gått ut med ett förslag om att förbjuda derivat med kryptovalutor som underliggande. I en publik remissrunda från FCA gavs under hösten möjlighet att ge kommentarer på detta förslag. Det beslut som FCA senare kommer att fatta lär få följdverkningar på fler marknader än bara på den brittiska.

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 2019

(siffrorna inom parentes avser motsvarande period år 2018)

Intresset från bolag för att notera sina aktier på Nordic MTF var under året lite lägre än under föregående år. Under 2019 noterades aktier i 6 (10) bolag på Nordic MTF; - Privanet Group Oyj (MTF Helsinki), FundedByMe Crowdfunding Sweden AB, Orezone AB, QuickBit eu AB, Hästkällaren Rid Trav & Western AB och Onoterat AB.

På Nordic AIF, som är ett undersegment för alternativa investeringsfonder på den reglerade marknaden NGM Equity, noterades aktierna i Coeli Fastighet II AB, Coeli Private Equity AB och Skogsfond Baltikum AB.

Under året har 7 (2) bolags aktier avnoterats från NGM-börsen. Aktierna i SBC Sveriges BostadsrättsCentrum AB avnoterades från NGM Equity med anledning av två offentliga uppköpserbjudanden till aktieägarna i bolaget. Aktierna i Sensori AB och ExeoTech Invest AB avnoterades från Nordic MTF på bolagens begäran. Dessa aktier handlas efter avnoteringarna inte på någon marknadsplats. Aktierna i Toadman Interactive AB, Sensec Holding AB, Seafire AB och Bublar Group AB avnoterades från Nordic MTF. Samtliga dessa aktier handlas efter avnoteringarna på FNGM.

Vid årsskiftet 2019/2020 var antalet bolag 8 (9) på NGM Equity, 62 (63) på Nordic MTF och 7(4) på Nordic AIF.

Omsättningen på NGM-börsens olika aktiemarknader utvecklades starkt under 2019. På NGM Equity (inklusive Nordic AIF) var omsättningen 720,74 miljoner kronor ("mkr") (215,21 mkr), vilket är en ökning med hela 234,9 %. Antal avslut var 79 392 (38 211), en ökning med 107,7 %. På Nordic MTF var omsättningen 9 780,96 mkr (5 945,76 mkr), en ökning med 64,5 %. Antal avslut var 1 013 385 (728 858), en ökning med 39 %. Det mönster som varit tydligt under senare år där handeln i många mindre bolags aktier varierar kraftigt har varit fortsatt framträdande under 2019. Det förefaller finnas ett ganska stort antal investerare eller traders som handlar i de aktier som för stunden rör sig kraftigt, varpå dessa sedan rör sig vidare till andra volatilare aktier. Handeln i QuickBit eu AB:s aktie har efter dess nyintroduktion i somras varit väldigt aktiv och under vissa dagar har detta instrument varit en av de mest handlade aktierna i Sverige sett till antalet avslut.

Den totala omsättningen för ETP-instrument var under året 28 673 mkr (30 349 mkr) (omräknat med genomsnittlig kronkurs). Detta är en minskning från föregående år med 5,8 %. Antalet avslut uppgick till 794 401 (890 753), vilket är en minskning från föregående år med 10,8 %. Minskningen är främst en fortsatt konsekvens av att de största internetmäklarfirmorna (Avanza och Nordnet) har etablerat samarbeten med enskilda emittenter (Morgan Stanley respektive Nordea) och introducerat ETP:er under egna namn som de noterat på NS. Dessa mäklarfirmor framhåller i marknadsföringen primärt sina egna produkter och låter kunderna handla courtagefritt i dessa, vilket fått som konsekvens att handeln i alla övriga emittenters produkter fortsatt att minska under året.

Antalet noterade ETP-instrument, strukturerade produkter och övriga icke aktierelaterade instrument uppgick vid utgången av 2019 till 13 571 (12 268), en ökning med 10,6 %. 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.

Under 2018-2019 genomförde Kollegiet fem rundabordssamtal med marknadens aktörer, här deltog bland annat NGM-börsen, för att identifiera behov av förändringar i Koden. Detta arbete resulterade i ett förslag som lämnades till öppen remiss under hösten 2019. Förslaget innebar en implementering av direktivet om ändringar i aktieägarrättsdirektivet om ersättningsriktlinjer samt förtydliganden i olika delar avseende valberedning och hållbarhetsfrågor. Förslaget fastställdes sedan av Kollegiet och trädde i kraft 1 januari 2020. 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/3898/arsrapport_2019_sve.pdf. Av rapporten framgår bland annat att Kollegiet vid sin granskning av hur Koden tillämpas uppmärksammat att antalet avvikelser ökat något under 2018. Detta kan tolkas både positivt och negativt. Den positiva tolkningen är att bolagen 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. Däremot är utvecklingen negativ från utgångspunkten att om Kodens regler respekteras torde standarden för bolagsstyrningen inom de noterade företagen höjas.

Likt Kollegiet har NGM-börsen vid den granskning som görs varje år av hur Koden tillämpas 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.

NGM-börsen anser, såsom tidigare framförts, att det är bra om Kollegiet i sin kommunikation tydligt påtalar att det är tillåtet att avvika från Koden om bolaget har ett bra skäl till det och motiverar avvikelserna och att ett sådant förfarande kan hjälpa till vid utvecklandet av den framtida Koden.

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 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 2019 till 160 628 (183 082), vilket är en minskning med ca 12 % jämfört med 2018. Minskningen är primärt en effekt av lägre volatilitet på marknaderna under året jämfört med tidigare år. Lägre volatilitet ger färre 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 på felaktiga priser men kan i normalfallet stängas tämligen snabbt då de normalt sett är en naturlig följd av marknadsvolatilitet och aktuell hävstång. På aktiesidan noterades en fortsatt ökning av antalet larm, vilket primärt har orsakats av den kraftig 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 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 (eller order) utgör eller har samband med insiderbrott eller marknadsmanipulation.

Under 2019 anmälde NGM-börsen 20 (23) ärenden till FI. Av dessa anmälningar avsåg 7 (6) misstankar om insiderbrott och 13 (17) misstanke om marknadsmanipulation.

NGM-börsen har under främst andra halvan av 2019 sett en nedgång av antalet ärenden rörande marknadsmanipulation. Detta gäller framförallt 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. Om detta är en trend som kommer att bestå får framtiden visa men det kan vara så att den uppåtgående trenden brutits. Under perioden har både Avanza och Nordnet gjort förändringar i sina handelsapplikationer som kan ha haft påverkan på det minskande antalet ärenden av denna typ. Medlemmarna har ändrat det förinställda antalet aktier i handelsapplikationerna från ett till noll och därmed tvingat kunderna att aktivt välja antalet aktier som ordern ska avse i det handlade instrumentet. Vidare har det införts varningsrutor när värdet av kundens affär understiger courtagekostnaden för affären.

FI har på sin hemsida presenterat statistik över antalet anmälningar som inkommit till myndigheten under året som visar på liknande trender som NGM-börsen sett. Totalt har 357 anmälningar om misstänkt insiderhandel inkommit under 2019, vilket är en uppgång på 7,8 %. Rörande misstänkt marknadsmanipulation erhöll FI 248 anmälningar, vilket är en nedgång på 38,4 %.

NGM-börsen har under en tid förväntat sig den minskning som talas om ovan av antalet liknande ärenden mot bakgrund av att FI vid ett stort antal tillfällen under de senaste åren har bötfällt investerare för marknadsmissbruk vid handel med små volymer på avvikande kurser. Sanktionsnivåerna har varit mycket omdebatterade i media och av marknadsaktörer och under 2018 stod FI för 74 % av alla sanktioner på området och 85 % av de utdömda sanktionsbeloppen räknat på EU-nivå. ESMA har nyligen publicerat en sammanställning över de sanktioner som delats ut på detta område under 2019 som återfinns på denna länk https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2005_mar_article_33_report_sanctions.pdf. Denna visar att FI även under 2019 står för en mycket stor del av de monetära sanktioner som utdömts för denna typ av överträdelse. Man kan fråga sig om detta är rimligt mot bakgrund av att det numera är gemensamma EU-regler på området. Rimligtvis bör en harmonisering ske i framtiden av hur tillsynsmyndigheterna inom EU behandlar den här typen av överträdelse.

Ett flertal privatpersoner som FI ålagt att betala höga sanktionsavgifter har inte godtagit dessa. FI har då drivit dessa ärenden till tingsrätt och under 2018 och 2019 har ett antal sådana ärenden avgjorts. I dessa ärenden har rätten generellt fastslagit FI:s sanktion för överträdelsen och endast i några fall satt ner det belopp som ska betalas. De viten som FI har fattat beslut om för denna typ av överträdelse där

handlingen sett som ringa, har vid många tillfällen kraftigt överstigit de dagsböter som utdömts av domstol i de ärenden som Ekobrottsmyndigheten drivit rörande marknadsmanipulation där det varit fråga om uppsåtliga överträdelser. Detta är en ordning som behöver analyseras och mest sannolikt justeras för att systemet ska uppfattas som skäligt av allmänheten och marknadens aktörer.

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 Equity) och för handelsplattformar (som Nordic MTF).

Under 2019 har NGM-börsen, med stöd av ovanstående lagregler, implementerat handelsstopp i aktier på NGM Equity vid 1 (0) tillfälle och i aktier noterade på Nordic MTF vid 2 (3) tillfällen.

Handeln med aktierna i LifeAssays AB, noterade på NGM Equity, stoppades den 28 maj 2019 klockan 09:44 i avvaktan på väsentlig information från bolaget. Bolaget offentliggjorde klockan 10:00 att man beslutat att genomföra en nyemission där en aktie ger rätten att förvärva sex nya aktier för 45 öre (innan stoppet handlades aktien i 1,65 kronor). Efter att handeln återupptogs föll kursen ungefär 50 %. Aktierna i bolaget handlades redan vid denna tidpunkt under observation på grund av väsentlig osäkerhet rörande bolagets finansiella situation.

Handeln med aktierna i Abelco Investment Group AB, noterade på Nordic MTF, stoppades den 14 november 2019 klockan 10:59 i avvaktan på väsentlig information från bolaget. Bolaget offentliggjorde klockan 11:08 ett förvärv av mycket väsentlig storlek. Handeln i aktierna återupptogs samma dag klockan 11:55.

Handeln med aktierna i ExeoTech Invest AB ("ETIN"), noterade på Nordic MTF, stoppades den 22 november 2019 innan starten av handelsdagen. Detta eftersom NGM-börsen bedömde att investerarna inte i tillräcklig omfattning hade tillgång till information om emittenten. Bolaget informerade samtidigt om att man beslutat att inleda en process om avnotering av bolagets aktier. Bolaget offentliggjorde den 23 december 2019 en mycket försenad årsredovisning och revisionsberättelse för 2018. Av revisionsberättelsen framgick bland annat att bolagets revisor avstyrkte att bolagsstämman fastställer resultat- och balansräkningen för koncernen. Vidare angav revisorn att det finns väsentlig osäkerhet avseende antagandet om fortsatt drift och avstyrkte att bolagsstämman beviljar styrelsens ledamöter och verkställande direktören ansvarsfrihet för räkenskapsåret. NGM-börsen beslöt samma dag att bifalla bolagets ansökan om avnotering och mot bakgrund av ovanstående ansåg NGM-

börsen att det inte fanns förutsättningar för att återuppta handeln och aktierna avnoterades den 23 december 2019.

Handeln i ETP-instrument har stoppats i enlighet med reglerna ovan vid 4 (8) tillfällen omfattandes totalt 144 (354) 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 2019 stoppades handeln i sådana instrument 18 017 (17 648) gånger, vilket är en uppgång med 2 %. Tack vare införandet av Order Protection Mode² ("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 NGM-börsen.

Totalt makulerade NGM-börsen under 2019 avslut vid 18 tillfällen (24), en nedgång med 25 %. 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 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.

Medlems- och makuleringsreglerna har inte förändrats under året och återfinns på www.ngm.se/regelverk under fliken *Regler för medlemmar*.

NGM-börsen har under 2019 delat ut kritik i ett ärende rörande en medlem. Ärendet rörde en medlem som i sin egenskap av emittent bröt mot den regel som anger att en emittent av ett ETP-instrument med en råvara som underliggande inte får emittera fler instrument än 2,5 miljoner. Överträdelsen skedde av misstag och så snart misstaget

² 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.

uppdagats återköptes instrument så att den sålda volymen återigen understeg det maximala antalet. Gränsen infördes som en effekt av EU:s regler rörande positionslimiter som infördes i samband med MiFID II. Enligt ett remissförslag som ESMA publicerat under hösten 2019 föreslås de aktuella reglerna om positionsrapportering att ändras så att värdepapperiserade derivat, såsom ETP:er, inte längre omfattas av dessa regler. Argumentationen som ESMA använder i förslaget för att ta bort dessa instrument från reglerna påminner starkt om den argumentation som NGM-börsen framförde för att kritisera reglerna då de infördes. För det fall att de aktuella reglerna ändras i enlighet med förslaget kommer NGM-börsens medlemsregler att förändras i motsvarande del.

Morgan Stanley Europe SE och SVS Securities Plc antogs som nya medlemmar under året. Totalt hade NGM-börsen 28 medlemmar vid årsskiftet 2019/2020.

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*³ 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 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. 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 3.8.3 i regelverket), tidigare var dessa endast riktlinjer. Dessa återfinns på NGM-börsens hemsida under fliken *Regelverk/Regler för medlemmar*.

För en LG på Nordic MTF gäller 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. Reglerna uppdaterades den 13 november 2019 då tillägg gjordes gällande kvoteringar i annan valuta än SEK.

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. Ett bolag där NGM-börsen sedan tidigare ställt krav på anlitan av en LG mot bakgrund av aktiens begränsade free float är SBC Sveriges BostadsrättsCentrum AB ("SBC"). Denna aktie avnoterades den 20 december 2019 från NGM Equity som en

³ 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.

konsekvens av att offentliga uppköpserbjudanden minskat free floaten och antalet aktieägare ytterligare, se mer information i avsnitt 9.2 i denna rapport.

Det skedde under 2019 små förändringar rörande användandet av LG på NGM-börsens aktiemarknader jämfört med föregående år (ökningen nedan för NGM Equity/Nordic AIF är hänförlig till det sistnämnda segmentet där samtliga bolag har anlitat en LG). Vid årsskiftet 2019/2020 anlidade 60 % (46 %) av bolagen på NGM Equity/Nordic AIF och 22 % (17 %) av bolagen på Nordic MTF en LG.

Utöver LG enligt ovan så erbjuder NGM-börsen, via sitt systerbolag Euwax AG⁴, 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 2019 har NGM-börsen placerat aktierna i 14 (5) bolag under observation.

Aktierna⁵ i LifeAssays AB (NGM Equity), Real Holding i Sverige AB (Nordic MTF), Chordate Medical Holding AB (Nordic MTF) och Three Gates AB (Nordic MTF) placerades under observation mot bakgrund av väsentlig osäkerhet rörande bolagens finansiella situation.

Aktierna i Xavitech AB (Nordic MTF) och GoldBlue AB (Nordic MTF) placerades under observation mot bakgrund av planerade väsentliga förändringar av verksamheten. I det förstnämnda fallet efter att bolaget hade offentliggjort att man tecknat avtal om att förvärva en aktiepost av mycket väsentlig storlek som kräver att

⁴ 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.

⁵ Samt i relevanta fall tillhörande relaterade instrument

en väsentlig kapitalanskaffning genomförs och i det sistnämnda fallet efter att bolaget hade offentliggjort ett avtal om att sälja det dotterbolag inom vilket den väsentliga verksamheten i bolaget bedrivs.

Aktierna i Smart Energy Sweden Group AB (Nordic MTF) placerades under observation mot bakgrund av ett stort antal händelser inom bolaget som sammantaget föranledde en väsentlig osäkerhet avseende bolaget eller priset på aktierna.

Aktierna i två bolag, SBC (NGM Equity) och MVV Holding AB ("MVV") (Nordic MTF), placerades under observation på grund av offentliga uppköpserbjudanden till aktieägarna i bolagen, se vidare i avsnitt 9.2 om offentliga uppköpserbjudanden. Aktierna i SBC avnoterades från NGM Equity den 20 december.

Aktierna i Bublar Group AB, Sencec AB och Toadman Interactive AB placerades under observation mot bakgrund av att bolagen beslutat om att ansöka om avnotering från Nordic MTF. Bolagens aktier handlas numera på FNGM.

Aktierna i tre bolag återfördes under året från placering under observation. Eurobattery Minerals AB (tidigare Orezone AB – (Nordic MTF)) och Mediacle AB (tidigare Pantaluren AB - (Nordic MTF)) återfördes efter att bolagen genomgått nya noteringsprocesser efter att ha genomfört omvända förvärv. Preferensaktierna i Preservia Hyresfastigheter AB återfördes efter att en bolagsstämma i bolaget beslutat om att återuppta utdelningen på preferensaktierna så snart det är möjligt ur ett legalt perspektiv.

Aktierna i Sensori AB, som handlades under observation vid ingången av 2019 på grund av väsentlig osäkerhet rörande bolagets finansiella situation, avnoterades från Nordic MTF den 1 mars efter att bolaget ansökt om avnotering. Aktierna i ETIN som handlades under observation vid ingången av 2019 avnoterades från Nordic MTF den 23 december, se ovan i avsnitt 4.3 om handelsstopp.

Vid årsskiftet 2019/2020 handlades 11 (6) bolag under observation. Utöver de ovan nämnda gäller detta för aktierna i WilLak AB (Nordic MTF) och Metallvärden i Sverige AB (Nordic MTF) som handlats under observation under hela 2018 med anledning av väsentlig osäkerhet rörande bolagens finansiella position och Sustainable Energy Solutions Sweden Holding AB som handlats under observation med avseende på ett omvänt förvärv av IQS AB.

8. Corporate actions

Under 2019 genomfördes 34 (28) nyemissioner med företrädesrätt för aktieägarna i bolag noterade på NGM Equity och på Nordic MTF. Dessa emissioner gav upphov till handel i 76 (61) olika finansiella instrument (teckningsrätter, betalda tecknade aktier, teckningsoptioner, konvertibler mm). Kapitalanskaffningarna som gjordes under året var jämnt fördelade i storlek, medelvärde ca 19,04 (12,5) mkr, median ca 14,45 (8,4) mkr och inte fokuserade på någon särskild bransch eller verksamhetsområde. Totalt togs 647,4 (334,5) mkr in via de kapitalanskaffningar som genomfördes under 2019. Ett förfarande som ökat under senare år är att många bolag vid sin kapitalanskaffning ger ut en teckningsrätt 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.

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.

Två bolag (4) genomförde sammanläggningar 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 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.

Ett antal förändringar trädde i kraft den 1 januari 2019 i informationsregelverken för NGM Equity, Nordic MTF och NGM Debt Securities.

För samtliga regelverk infördes en ny lydelse rörande offentliggörande av revisionsberättelse mot bakgrund av att ny reglering på området har gjort att termen ”standardutformning” som användes i det tidigare regelverket blivit allt svårare att tillämpa. Denna regelförändring genomfördes i samråd med föreningen FAR. I samtliga regelverk lyftes även ett antal bestämmelser om noteringsprocessen ut till ett separat dokument då dessa inte primärt påverkar redan noterade emittenter.

Flest förändringar gjordes i regelverket för Nordic MTF. Bland annat infördes två regler som tidigare endast gällde för emittenter på NGM Equity som en anpassning till gällande praxis på marknaden. Detta gäller krav på att bolagen ska ha en finansiell kalender på sin hemsida med information om det kommande årets rapporttillfällen samt att ett bolags finansiella rapporter ska inledas med en punktvis sammanfattning där åtminstone omsättning, resultat per aktie och eventuell prognos ska framgå.

Avsnittet rörande innehållet i finansiella rapporter uppdaterades och en ny vägledning togs fram för att tydliggöra de krav som är gällande för dessa rapporter i syfte att underlätta för bolagen att få med den information som krävs i sin rapportering. Denna vägledning återfinns på NGM-börsens hemsida under fliken *Regelverk/Nordic MTF*.

För emittenter på Debt Securities innebar den mest materiella förändringen att tidsgränsen för offentliggörande av bokslutskommuniké förlängdes från två månader till tre månader. Vidare anges även att om emittenten före denna tidsgräns utgång har offentliggjort bolagets årsredovisning, bortfaller kravet rörande offentliggörande av bokslutskommuniké.

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

I december 2019 informerade NGM-börsen om att Nordic MTF från den 3 februari 2020 kommer att bli en så kallad tillväxtmarknad för små- och medelstora företag och ändra namn till 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 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. I prospektförordningen införs däremot förändringar som innebär att bolag som flyttar från Nordic SME till en reglerad marknad under vissa förutsättningar kan offentliggöra ett förenklat tillväxtprospekt. Vidare införs regler som innebär att bolag vars aktier handlats på en tillväxtmarknad för små- och medelstora företag under minst 18 månader får genomföra en andra emission under ett förenklat prospekt.

Eftersom det finns en politisk vilja inom EU att förbättra tillgången till riskkapital för små- och medelstora företag, kan det även 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.

Vid bytet kommer marknadssegmentets s.k. MIC-kod att ändras från NMTF till NSME. Ändringen av MIC-kod är primärt relevant för NGM-börsens handlande medlemmar och marknadsdataleverantörer samt andra parter som integrerar med NGM-börsens handelssystem.

Ett nytt regelverk för Nordic MTF har kommunicerats och detta träder i kraft den 3 februari 2020. Utöver ett fåtal redaktionella ändringar (exempelvis har alla referenser

till Nordic MTF har ändrats till Nordic SME) så har ett antal smärre ändringar genomförts.

- Det tidigare definierade begreppet ”Relevanta Överlåtbara Värdepapper” ändrats till ”Aktierelaterade värdepapper”, för att bättre illustrera vad som avses.
- De avgifter som gäller i samband med avnotering kommer framöver att framgå av prislistan istället för regelverket.
- Regelverket innehåller en påminnelse i handledningstexten om att pressmeddelanden som innehåller insiderinformation klart ska ange att informationen som offentliggörs utgör insiderinformation. Detta följer av marknadsmissbruksförordningen.
- Bolagets hemsida ska i tillämpliga fall ange vem bolagets Mentor är.
- Bolagets informationsmemorandum/prospekt ska finnas tillgänglig på bolagets hemsida senast två dagar före första dag för handel (tidigare gällde dagen före).

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 överträtts, initieras ett formellt ärende och en skriftväxling inleds med det berörda bolaget. Under 2019 initierades 29 (16) formella informationsärenden rörande bolag på NGM Equity och Nordic MTF samt övriga emittenter på NDX/Nordic MTF.

I 26 (15) ärenden har NGM-börsen utdelat kritik mot bolag eller emittenter rörande händelser kring bolagens/emittenternas informationsgivning. Dessa har avsett följande områden:

16 av dessa ärenden avsåg händelser i förhållande till offentliggörandet av finansiella rapporter och gällde följande områden.

Sju bolag på Nordic MTF 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.

Fem bolag på Nordic MTF kritiserades för att bolaget vid offentliggörandet av årsredovisningen för 2018 inte, i enlighet med regel 4.2.5 i regelverket som gäller för ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF (Regelverket), inkluderat information om att väsentliga anmärkningar som bolagets revisor lämnat i revisionsberättelsen. Bolagen offentliggjorde senare kompletterande pressmeddelanden med den aktuella informationen.

Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att det inte offentliggjorde en bokslutskommuniké (Q4) inom två månader från utgången av rapporteringsperioden, vilket är ett krav enligt Regelverket. Bolaget hade förlängt sitt räkenskapsår och misstolkat Regelverkets krav vid en sådan situation.

Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att det inte offentliggjorde bolagets årsredovisning för 2018 med ett pressmeddelande i enlighet med punkt 4.1.5 i Regelverket. Bolaget publicerade initialt endast årsredovisningen på bolagets hemsida och denna offentliggjordes först efter påpekande från NGM-börsen.

En emittent av räntebärande instrument kritiserades för att emittenten inte offentliggjorde sin årsredovisning inom de fyra månader från utgången av rapportperioden som krävs enligt punkt 5.2.3 i Debt Securities regelverket och svensk lag.

En emittent av obligationer kritiserades för att inte ha offentliggjort en bokslutskommuniké inom tre månader från utgången av rapporteringsperioden, vilket är ett krav enligt punkt 5.2.3 i Debt Securities regelverket.

I tio ärenden erhöll bolag kritik för överträdelser relaterade till offentliggörande av annan information till marknaden.

Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att det inte offentliggjorde väsentlig information som tagits fram i samband med bolagets rekonstruktionsförfarande i enlighet med punkt 4.1.1 i Regelverket. Den aktuella informationen offentliggjordes senare av bolaget på uppmaning från NGM-börsen.

Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att information i dess bolagsbeskrivning som publicerades i samband med dess notering inte ansågs vara fullständig, korrekt, relevant och tydlig i enlighet med punkt 4.1.2 i Regelverket. Bolaget genomförde en nyemission av aktier kort efter sin notering trots att bolaget i bolagsbeskrivningen angett att det hade finansiella resurser för de kommande 12 månaderna.

Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att det inte inkluderat all den information som krävs enligt punkt 4.2.12 i Regelverket i samband med offentliggörande av ett väsentligt förvärv. Bolaget offentliggjorde senare, på uppmaning av NGM-börsen, ett kompletterande pressmeddelande.

Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att det inte inkluderat all den information som krävs enligt punkt 4.2.8 i Regelverket då bolaget offentliggjorde ett beslut om en

riktad emission. Bolaget kritiserades även för att dess initiala kallelse till bolagsstämma som skulle godkänna den aktuella emissionen inte reflekterade det faktum att en emission som delvis riktas till närstående kräver ett beslut på stämman godkänns med 9/10-delar majoritet. Bolaget offentliggjorde strax efteråt en ny kallelse som beaktade detta faktum.

Ett bolag på NGM Equity kritiserades för att bolaget inte omedelbart offentliggjorde information rörande en väsentlig affär som bolaget genomfört. Affären undertecknades och slutfördes klockan 08:27 på en måndag men bolaget offentliggjorde inte information om affären via ett pressmeddelande förrän klockan 10:00 samma dag. Medieuppgifter rörande den kommande affären fanns tillgängliga redan under helgen innan offentliggörandet och NGM-börsen anser att bolaget skulle ha offentliggjort informationen före börsens öppnande klockan 09:00 för att följa regel 4.1.3 i Regler för bolag vars aktier är upptagna till handel på NGM Equity.

Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att bolaget inte, i enlighet med regel 4.1.3 i regelverket som gäller för ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF (Regelverket), informerat om ett beslut att förvärva ett bolag från en närstående part. När bolaget även upplystes av NGM-börsen om att en sådan affär kräver godkännande av aktieägarna på en bolagsstämma avbröts affären. Bolaget kallade senare till en extra bolagsstämma där affären sedermera godkändes av aktieägarna i enlighet med gällande regelverk.

Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att bolaget i de pressmeddelanden som användes vid offentliggöranden om riktade emissioner inte hade inkluderat den information som krävs vid sådana händelser i enlighet med Kollegiets rekommendation rörande information vid riktade emissioner. Framförallt hade bolaget inte lämnat information om hur marknadsmässigheten rörande emissionskursen hade säkerställts. Kollegiets rekommendation anger vad som är god sed på aktiemarknaden vid sådana händelser och ska följas av de noterade bolagen.

Två bolag på Nordic MTF kritiserades för att bolagen inte hade offentliggjort uppsägningar av bolagens avtal rörande likviditetsgaranti i enlighet med punkt 4.2.17 i Regelverket.

En emittent av obligationer kritiserades för att inte ha offentliggjort en förlängning av löptiden för dess obligationer i enlighet med punkt 5.2.8 regelverket för emittenter vars räntebärande instrument är upptagna till handel på Debt Securities (Debt Regelverket). Emittenten hade inte heller informerat NGM-börsen om detta, varför obligationerna hade avnoterats i enlighet med instrumentets ursprungliga villkor. Noteringen kunde dock återupptas så snart misstaget korrigerats.

Som konstaterats tidigare har många av överträdelserna 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 MTF 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. Information om aktuella Mentorer finns på NGM-börsens hemsida under fliken *Bolag/Nordic MTF/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. 6 (8) sådana ärenden har rapporterats till FI under året.

Den 19 juni 2019 offentliggjorde FI ett beslut som innebar att Hoylu AB (noterat på FNGM) skulle betala en sanktionsavgift på 2,1 mkr för att ha överträtt flera olika bestämmelser i MAR. FI hade funnit att Hoylu åsidosatt kraven om offentliggörande av insiderinformation i artikel 17.1 i MAR genom att inte offentliggöra insiderinformation samt genom att inte offentliggöra insiderinformation så snart som möjligt. Bolaget hade även åsidosatt sina skyldigheter i artikel 18 i MAR genom att inte föra en korrekt insiderförteckning. Noterbart är att detta är det första exemplet där FI har sanktionerat ett bolag för överträdelser av dessa regler efter en anmälan från en marknadsplats sedan reglerna infördes. I det aktuella ärendet hade NS kritiserat bolaget men inte skickat ärendet vidare till sin disciplinnämnd för prövning.

Beslutet har överklagats och blivit kraftigt omdebatterat i den del som rör offentliggörande av insiderinformation avseende motpartens namn. Hoylu offentliggjorde två pressmeddelanden med generiska beskrivningar av den aktuella motparten (det andra på uppmaning från NS). Bolaget anförde i ärendet att en generisk beskrivning kunde användas för att beskriva kunden i enlighet med NS disciplinnämnds beslut 2018:5. FI anser dock i sitt beslut att namnet på motparten i det aktuella fallet har utgjort insiderinformation även efter att de generiska beskrivningarna offentliggjorts och att utelämnandet av kundens namn är en överträdelse av artikel 17 i MAR. Detta är en bedömning som är svår att förena med tidigare praxis så som den uttryckts i DC beslutet ovan och skulle överklagandet ej ändra domen anser NGM-börsen att detta är högst problematiskt. Det finns definitivt situationer då en motparts namn är att anse som insiderinformation men det finns definitivt även fall där så inte är fallet. Huruvida information utgör insiderinformation måste alltid avgöras vid en sammanvägd bedömning i det enskilda fallet vid en viss tidpunkt. Här ska vägas in ordervärde, typ av produkt/tjänst, typ av kund, vilken marknad det handlar om etc. Om det aktuella beslutet fastställs och tolkas som att motpartens identitet alltid måste inkluderas riskerar detta att leda till stora problem för främst mindre bolag med exempelvis stora amerikanska kunder där hela affären riskerar att falla om specifik kundinformation offentliggörs. Denna typ av bolag kan anse att det enda sättet att hantera en sådan situation är att avnotera sina aktier eller om det rör sig om ett onoterat bolag, att förbli onoterat. Sverige har i förhållande till övriga Europa sett en stark IPO-marknad under ett antal år och det vore olyckligt om den utvecklingen skulle riskera att vändas på grund av problematiken ovan.

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 16 (31) utbildningstillfällen där 72 (138) företrädare för ledningar och styrelser i de noterade bolagen har deltagit. NGM-börsen har även anordnat 3 (2) utbildningsseminarier för andra intressenter på värdepappersmarknaden.

FI har under året informerat om att de inte längre avser att uppdatera sin ”Vägledning för börs- och MTF-bolag” som under lång tid kunnat användas av noterade bolag för att erhålla en bra sammanfattning över de regelverk som träffar bolagen. FI hänvisar nu istället till sin hemsida där motsvarande information ska kunna hittas. Detta är beklagligt då de noterade bolagen nu inte längre har tillgång till den lättillgängliga sammanställning som vägledningen innebar utan måste försöka leta upp motsvarande information på ett stort antal ställen på FI:s hemsida. Då regelverken för de noterade bolagen blir alltmer omfattande och komplexa så ökar behoven av vägledning för bolagen allt mer för att de ska kunna följa de regler som gäller för noterade bolag.

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

Det har inte skett några förändringar i gällande budregelverk under året och nuvarande regler trädde i kraft den 1 april 2018. Regelverken återfinns i fulltext på NGM-börsens hemsida under fliken *Regelverk*.

I samband med ett publikt bud till aktieägarna i ett bolag noterat på NGM Equity kontrollerar NGM-börsen att ett åtagande från budgivaren erhållits där denna åtar sig att följa budreglerna. NGM-börsen har genom detta åtagande även möjlighet att inleda ett formellt ärende mot en budgivare som inte följer regelverket. Under 2019 offentliggjordes 2 bud på NGM Equity (0 under 2018). Båda dessa bud riktades till aktieägarna i SBC. Det första budet lämnades av OBOS BBL (OBOS) till ett budpris

om 25 kronor och ledde till att OBOS ägde 39,6 % av aktierna i SBC då budet avslutades. Det andra budet (budpris 26,25 kronor innan utdelning i SBC) lämnades av FC Sun Intressenter AB och ledde till att detta bolag efter budets avslutade kontrollerade 58,5 % av aktierna i SBC. NGM-börsen fann vid granskningen av dessa bud inte någon anledning att inleda något ärende rörande regelöverträdelser.

Mot bakgrund av att den andel aktier som inte kontrollerades av de två budgivarna hade blivit väldigt låg efter buden lämnade SBC i september in en hemställan till AMN rörande om det skulle vara förenligt med god sed på aktiemarknaden att SBC avnoterade sina aktier utan att tillse notering på annan marknadsplats. Beslutet AMN 2019:30 slog fast att god sed inte kan anses kräva att ett bolag i SBC:s situation måste anlita en LG för att upprätthålla en handel i bolagets aktie. För det fall att bolaget ansöker om avnotering ska dock minst tre månader förflyta från att bolaget informerar aktiemarknaden om en sådan avsikt. Då NGM-börsen, mot bakgrund av den begränsade spridningen av bolagets aktie, bedömde att en LG var ett krav på bolaget ansökte SBC tre månader senare om avnotering och sista dag för handel med bolagets aktie på NGM Equity var den 20 december 2019.

På Nordic MTF offentliggjordes 1 (0) publikt bud under året. Hitech & Development Wireless Sweden Holding AB ("HDW") offentliggjorde den 18 juli 2019 ett frivilligt erbjudande till aktieägarna i MVV om vederlag i aktier i HDW. Detta bud blev omdiskuterat då HDW initialt informerade om att man förvärvat samtliga aktier (ca 53% av bolagets aktier) som ägdes av MVV:s huvudägare Kuren AB. Vid bolagsstämman den 28 maj byttes den befintliga styrelsen ut mot samma fyra ledamöter som utgör HDW:s och MVV:s revisionsbolag byttes ut till samma bolag som svarar för revisionen av HDW. Detta ledde till att fråga uppstod om affären innebar ett kontrollägarskifte som skulle utlösa budplikt för HDW och en skyldighet att erbjuda MVV:s aktieägare kontant vederlag. Det inträffade föranledde NGM-börsen att be AMN att behandla en skrivelse som inkommit till börsen rörande det inträffade. AMN uttalade i beslut AMN 2019:33 att nämnden på beslutets underlag inte kunde dra slutsatsen att budplikt uppkommit. Vad därefter gäller frågan om informationsgivningen står det, särskilt i ljuset av HDW:s inställning i budpliktsfrågan enligt nämndens mening klart att HDW vid flera tillfällen, brutit mot god sed på aktiemarknaden och förtjänar för detta allvarlig kritik. Då en budgivare på en MTF-marknad inte, såsom på reglerad marknad, förbinder sig att följa marknadsplatsens budregler kunde NGM-börsen inte låta NGM-börsens Disciplinnämnd att pröva HDW:s agerande. Då HDW är noterat på FNGM skulle NS kunna överföra ärendet till sin Disciplinnämnd men vid denna rapport's upprättande har inte något sådant ärende offentliggjorts.

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 vid inledningen av 2019 av följande nio 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. Sigvard Heurlin begärde under året eget utträde ur nämnden. NGM-börsen tackar Sigvard för hans insatser under hans mångåriga uppdrag som ledamot.

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 överträdelsen är väldigt 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. För ett bolag som är noterat på Nordic MTF 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.

NGM-börsens Disciplinnämnd har under 2019 inte behandlat något ärende.

Alla historiska beslut från Disciplinnämnden finns att läsa i dess helhet 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