



Marknadsövervakningsrapport

2011

Innehåll

Inledning	3
1. Årsrapport Marknadsövervakningen	5
2. Antalet noterade/listade bolag och NDX-produkter under 2011	5
3. Svensk kod för bolagsstyrning	7
4. Regelefterlevnad i handeln och kursbildningen.....	7
4.1 Elektroniskt övervakningssystem	8
4.2 Rapporteringsskyldighet	8
4.3 Handelsstopp.....	9
5. Krav på deltagarna i handeln	10
6. Krav på finansiella instrument	11
7. Notering på observationsavdelningen	11
8. Corporate actions	12
9. Offentliga uppköpserbudanden.....	12
10. Emittenternas informationsskyldighet	13
10.1 Övervakning av regelbunden finansiell information	13
10.2 Emittenternas informationsgivning i övrigt.....	14
10.3 Övervakning av NGMs regler vid offentliga uppköpserbudanden.....	16
11. NGM-börsens Disciplinnämnd	17
12. Kontakt.....	17

Marknadsövervakningsrapport 2011

Inledning

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

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

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

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

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

Mest utmärkande under 2011 har varit den mycket kraftiga ökningen av handeln på NGM-börsens derivatsegment NDX. Omsättningen har ökat 169 % och antalet avslut har ökat 163 %. Denna utveckling är en konsekvens av den kraftiga volatiliteten på marknaden som präglade det sista halvåret 2011, vilken gynnade olika typer av derivatinstrument. Starkt bidragande till utvecklingen är även att NGM-börsen i slutet av 2010 lanserade det nya egenutvecklade handelssystemet Elasticia som har en mycket högre kapacitet än det tidigare handelssystemet Freeway. Med det nya systemet har antalet instrument utökats kraftigt (5 579 vid utgången av året jämfört med 3 751 vid utgången av 2010), vilket ger investeraren fler instrument att välja på för sin handel. Det stora utbudet höjer omsättningen och den ökade handeln har resulterat i en kraftig ökning av antalet larm i övervakningssystemet (70 552 år 2011 jämfört med 30 273 år 2010). Trots den mycket kraftiga ökningen av antalet larm har antalet misstänkta fall av marknadsmissbruk inte uppvisat motsvarande ökning, vilket visar på att det är svårare att manipulera kurserna i derivatmarknaden där det finns en market maker som kvoterar priser än vad som är fallet i aktiemarknaden.

1. Årsrapport Marknadsövervakningen

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

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

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

2. Antalet noterade/listade bolag och NDX-produkter under 2011 *(siffrorna inom parentes avser förhållandena vid utgången av år 2010)*

Under 2011 listades 6 nya bolag på den oreglerade marknaden Nordic MTF. Inga nya bolag har noterats på den reglerade marknaden NGM Equity. Nya bolag på Nordic MTF är Leox Holding AB, Sivers IMA Holding AB, Fortnox International AB, Stureguld AB, Hyresfastighetsfonden Management Sweden AB och Crown Energy AB. Leox Holding AB listades efter ett omvänt förvärv av Aktiespridning i Sverige AB som tidigare var listat på Nordic MTF. Fortnox International AB listades efter genomförd företrädesemission till befintliga aktieägare i Fortnox AB, som också är listat på Nordic MTF.

Totalt under året har 11 bolag avnoterats eller avlistats från NGM. Fem bolag avnoterades från NGM Equity. Två avnoterades med anledning av offentliga uppköpserbjudanden: Avalon Innovation AB och Brio AB. Commodity Quest AB avnoterades för listning på AktieTorget, Confidence International AB avnoterades för listning på First North och Micro Systemation AB avnoterades för notering på NASDAQ OMX Stockholm (NOMXS).

Sex bolag avlistades från Nordic MTF. Tre bolag avlistades på egen begäran (ingen ny marknadsplats): Aktiespridning i Sverige AB (återlistades under året som Leox Holding AB), Metromark Hospitality Group AB och Swedish Bar Systems Holding

AB. Tre bolag avlistades för listning på AktieTorget: aXichem AB, Vindico Security AB och Hexatronic Scandinavia AB.

Vid årsskiftet 2011/2012 fanns 16 (22) bolag på NGM Equity och 19 (18) på Nordic MTF.

När det gäller verksamheten inom ramen för NDX (Sweden, Finland och Norway) och NDX Bonds (Sweden och Finland) uppgick det totala antalet noterade instrument vid utgången av 2011 till 5 579 (3 751), en ökning med 49 %.

På NDX var antalet noterade instrument 5 086 (3 074) och på NDX Bonds 493 (677). Vad gäller nyanoteringar under 2011 så uppgick dessa till totalt 11 105 (5 273), fördelat på 10 854 (4 999) på NDX och 251 (274) på NDX Bonds.

Hävstångsprodukter med stop-loss funktion (knock-out warrant, turbowarrant och mini futures) var under 2011 det största segmentet sett till antalet noterade instrument, till skillnad från tidigare år då plain vanillas utgjorde det största segmentet. Hävstångsprodukter med stop-loss funktion är även det segment som vuxit mest under året.

Sedan NDX Finland lanserades den 28 oktober 2010 har handeln ökat kraftigt under 2011. Mest handlade instrument i Finland var turbowarrant med DAX-index som underliggande. Den 12:e maj 2011 lanserades NDX Norway, med handel i certifikat, knock-out warrant, turbowarrant, mini futures och plain vanillas för norska investerare. Handeln sker i norska kronor och avvecklingen sker via Verdipapirscentralen ASA (VPS). Omsättningen för 2011 blev 48 717 405 NOK, fördelat på 3 930 avslut. Flest antal avslut skedde i certifikat med underliggande OBX-index och REC.

Den totala omsättningen på NDX och NDX Bonds var under året 44 855 321 518 SEK (16 688 082 396 SEK). Det är en ökning från föregående år med 169 %. Även antal avslut ökade kraftigt och slutade på 1 127 528 (428 506), vilket är en ökning från föregående år med 163 %.

Denna utveckling beror till stor del på den mycket volatila finansiella marknaden under avslutningen av 2011, vilket har bidragit till ett kraftigt ökat intresse för de instrument som är noterade på NDX. Ett ökat intresse har bland annat noterats för olika bear-produkter där investerarna har kunnat investera i instrument som ökar i värde när kurserna på de underliggande instrumenten faller, vilket var vanligt förekommande under hösten i samband med den europeiska skuldskrisen. Störst intresse har det varit för hävstångscertifikat med OMX- och DAX-index samt råvaror som silver, guld och olja som underliggande. Bland de nya underliggande som introducerats under året kan speciellt volatilitetsindex VINX nämnas.

Två nya emittenter tillkom under året, Royal Bank of Scotland Plc. som emittent på NDX och Proventus Capital Partners II AB som emittent på NDX Bonds.

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 en större översyn av Koden, vilken innebar en väsentlig förkortning och förenkling av Koden utan att ambitionsnivån för god bolagsstyrning sänktes. Den reviderade Koden gäller från den 1 juli 2008 för alla börsnoterade bolag. Fram till denna tidpunkt hade NGM-börsens bolag inte omfattats av någon kod.

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

Marknadsövervakningen genomförde under sommaren/hösten 2009 en större granskning av hur Koden tillämpats av de noterade bolagen. Granskningsrapporter skickades ut till alla bolag under slutet av 2009. Ett seminarium hölls även där resultaten av granskningarna presenterades. NGM-börsen gick under 2010 igenom alla svar och granskningen resulterade i allvarlig kritik mot två bolag som inte hade upprättat någon bolagsstyrningsrapport (BSR) i enlighet med Kodens krav när denna blev tillämplig för bolagen. Granskningen resulterade även i ett antal påpekanden till bolag angående mindre avvikelser från koden.

Under 2011 har NGM-börsen genomfört en mindre uppföljning av den tidigare beskrivna granskningen. Denna har inte resulterat i ytterligare kritik mot något bolag och nivån på bolagsstyrningen har förbättrats jämfört med när bolagen började tillämpa koden. Dock har NGM-börsen konstaterat att bolagens förklaringar till de avvikelser från koden som gjorts i många fall är kortfattade och ger ett begränsat underlag för en investerare att bedöma bolagens bevekelsegrund för avvikelserna. Det finns i detta avseende en klar förbättringspotential angående bolagens tillämpning av 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 (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (Marknadsmissbrukslagen). Syftet är att säkerställa en väl fungerande och genomlyst marknad där handeln sker på, i huvudsak, 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 består en viktig del av handelsövervakningens arbete av att löpande följa informationsflödet och ha ett nära samarbete med emittentövervakningen.

4.1 Elektroniskt övervakningssystem

För att kontinuerligt kunna registrera fluktuationer i kurser och omsättning och indikera avvikande handelsmönster använder sig handelsövervakningen av ett tekniskt 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 man identifierat en nöjaktig förklaring till förändringen.

I samband med introduktionen av handelssystemet Elasticia under hösten 2010 uppgraderades även övervakningssystemet Instant Watch, med ny funktionalitet, exempelvis en möjlighet till att sätta upp ett antal orderlarm. Som en konsekvens av dessa förändringar och den kraftigt ökande handeln på NDX steg det totala antalet larm kraftigt under året, från 30 273 under 2010 till 70 552 under 2011 dvs upp 133 % (antalet larm varierar kraftigt under året beroende på nyhetsflödet och den övergripande volatiliteten i marknaden).

De tre vanligaste larmtyperna under året har varit "Closing price", "Intra day" och "Market maker pricing". Closing price är ett larm som anger att priset avviker med ett visst gränsvärde från senaste avslutet under en tidigare handelsdag. Gränsvärdet varierar beroende på vilken marknad instrumentet noteras på. Intra day är ett larm som varnar för avvikelser där priset under dagen har haft en förändring större än ett förutbestämt gränsvärde. Även detta värde varierar beroende på vilken marknad som larmet följer. Slutligen är Market maker pricing ett larm som varnar för avsaknad av kvoteringar från utgivaren av ett instrument under en viss tidsperiod. Det sistnämnda larmet används för derivatprodukterna på NDX.

4.2 Rapporteringsskyldighet

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

Under 2011 anmälde NGM-börsen 12 (10) ärenden till Finansinspektionen. Av dessa anmälningar avsåg 5 (7) misstankar om insiderbrott och 7 (3) misstankar om otillbörlig marknadspåverkan.

Ett rapporterat fall av marknadsmisbruk som resulterat i en fällande tingsrättsdom tål att omnämnas. Det rörde sig om en person som manipulerade warrantmarknaden genom att göra väldigt små avslut i aktiemarknaden som tvingade den medlem som agerade som market maker i derivatinstrumenten att justera priserna på dessa. Domen konstaterade att handeln varit ägnad att otillbörligen påverka marknadspriset i aktierna och warranterna samt påverka omsättningen i dessa. Handeln ansågs inte vara förenlig med marknadspraxis. Det som gjorde fallet extra intressant var att derivatinstrumenten var noterade på NGM-börsens derivatmarknad NDX medan de underliggande aktierna var noterade på NOMXS samt First North. Denna typ av

handel på flera marknadsplatser ställer höga krav på samordning mellan marknadsplatserna och ekobrottsmyndigheten. Efter implementeringen av MiFiD med den splittrade handeln som detta regelverk inneburit kan det antas att denna typ av ärenden kommer att bli vanligare framöver. Därmed kommer det att krävas en ökad koordinering mellan övervakningsenheterna vid de olika marknadsplatserna samt behöriga myndigheter.

4.3 Handelsstopp

Från och med den 1 november 2007 gäller nya rutiner vid handelsstopp. Enligt 22 kap VPML får börsen, efter samråd med Finansinspektionen, avbryta handeln med ett finansiellt instrument om informationen om instrumentet är asymmetrisk, om informationen är bristfällig eller om emittentens ställning är sådan att handeln skulle kunna skada investerarnas intressen. Dessutom får börsen avbryta handeln om det finansiella instrumentet inte uppfyller de krav som ställs, eller om det finns särskilda skäl hänförliga till emittenten eller det finansiella instrumentet.

Under 2011 har NGM-börsen, med stöd av ovanstående lagregler, stoppat handeln med aktier vid 2 (3) tillfällen. Två handelsstopp gjordes i Obducat AB där det första hade samband med information om utfall av emission samt beslut om att ansöka om rekonstruktion för två dotterbolag. Det andra stoppet gjordes cirka nio månader senare i samband med att bolaget bland annat informerade om att man beslutat att ansöka om rekonstruktion även av moderbolaget.

Vidare har handeln i ett tjugotal derivatinstrument på NDX stoppats vid ett tillfälle som en följd av att den marknadsplats där det underliggande instrumentet är primärnoterat, hade handelsstoppat det underliggande instrumentet.

Utöver dessa lagreglerade handelsstopp har NGM-börsen vid några tillfällen genomfört kortare tekniska handelsstopp i enskilda instrument på NDX, exempelvis i samband med makuleringar av avslut eller på grund av att det funnits otillräcklig information kring instrumenten. Ett exempel på ett sådant handelsstopp var det som gjordes i instrumentet BULL Silver x4 C den 26 september 2011. Silverpriset föll mycket kraftigt mellan stängningen av handeln fredagen den 23 september och starten av handeln måndagen den 26 september. Vid klockan 08:00 den 26 september hade certifikatets underliggande (Silver Future Dec 2011) sjunkit med 20 procent jämfört med priset vid fredagens stängning. Detta gjorde att emittenten Commerzbank (CBK) utlöste en ”säkerhetsbarriär” i instrumentet i enlighet med villkoren i prospektet. En sådan åtgärd vidtas för att förhindra att en nedgång på 25 procent ska resultera i att instrumentet blir värdelöst. I samband med att CBK aktiverade denna säkerhetsbarriär räknades referenspriset om men detta uppfattades inte av alla marknadens aktörer och priset i instrumentet varierade kraftigt efter handelns öppnande. Ett antal avslut gjordes till priser som kraftigt översteg det teoretiska värdet och NGM-börsen stoppade därför handeln. Totalt makulerades sedan 434 av 916 affärer innan handeln startade igen på en korrekt nivå.

De allra flesta handelsstoppen görs när ett derivatinstrument noterat på NDX nått sin sk knock-out nivå. Detta är en barriärnivå som innebär att instrumentet slås ut när det underliggande instrumentet bryter igenom en på förväg bestämd nivå och följaktligen

ska då handeln avbrytas. Då utbudet av denna typ av instrument har ökat mycket kraftigt så har även antalet handelstopp på grund av knock-out ökat kraftigt. Under 2011 stoppades handeln i sådana instrument 3 448 gånger. Skulle ett avslut genomföras efter knock-out makuleras detta. Denna typ av makuleringar inträffade 97 gånger under 2011. Dock innebär detta att makulering efter knock-out endast krävdes vid 2,8 % av de tillfällen då ett instrument knockades, vilket är klart mindre än under tidigare perioder. Den främsta anledningen bakom denna utveckling är förbättrade rutiner hos emittenterna och internt på NGM-börsen. Denna typ av makulering står dock fortfarande för majoriteten av de tillfällen då avslut makulerades under året (totalt 175 stycken tillfällen).

5. Krav på deltagarna i handeln

En del av Marknadsövervakningen består i att granska och övervaka att medlemmar som deltar i handeln följer de regler som gäller och att de agerar i enlighet med god sed. Deltagarnas agerande styrs främst av den finansiella lagregleringen men även av börsens egna regler (nytt medlemsregelverk trädde i kraft den 15 november 2010).

NGM-börsen har vid två tillfällen under 2011 haft anledning att inleda formella ärenden angående en medlems agerande i förhållande till gällande regelverk. Vid ingången av perioden fanns även två ärenden som öppnades under 2010 under behandling. Ett ärende är fortfarande under utredning vid denna rapportens avlämnande.

Ett ärende har avslutats med att NGM-börsen utdelat kritik mot medlemmen. Ärendet rörde medlemmens hantering av produkter med knock-out funktionalitet som medlemmen noterat på NGM-börsens derivatmarknad NDX. NGM-börsen konstaterade att medlemmens rutiner varit bristfälliga och att detta vid flera tillfällen lett till incidenter kring dessa instrument. Bland annat hade information om att instrument nått sin knock-out nivå inte meddelats till NGM-börsen inom rimlig tid efter att knocken inträffat. Detta fick exempelvis till följd att avslut behövde makuleras trots att över två timmar förflutit sedan avsluten gjordes. Medlemmen har därefter implementerat nya rutiner för att förhindra att denna typ av incidenter upprepas framöver.

Två ärenden har avslutats med påpekanden från NGM-börsen. I det ena fallet rörde det sig om att medlemmens bristande kontroll av dess orderläggning på NDX resulterade i att en säljorder i en warrant genomfördes två gånger, vilket orsakade att kunden felaktigt erhöll en negativ position i instrumentet. Ett av avsluten makulerades senare. I det andra fallet rörde det sig om en medlem som lade order i ett instrument som avvek kraftigt från marknadspriset och ledde till ett flertal makuleringar. NGM-börsen var kritisk mot dels själva handeln men även mot att medlemmen inte direkt kontaktade NGM-börsen för att initiera en makuleringsprocess utan att denna kontakt togs helt på NGM-börsens initiativ.

NGM-börsens tidigare medlemsregelverk innehöll ett krav som innebar att alla mäklare skulle delta vid en utbildning i NGM-börsens dåvarande handelssystem Freeway, för att få delta i handeln. Detta ersattes under hösten 2010 av ett system där NGM-börsen distribuerar gällande regelverk och utbildningsmaterial till medlemmen (nuvarande eller ny). Sedan intygar medlemmens avdelning för compliance och

mäklarchef att den aktuella mäklaren tillgodosett sig materialet samt gällande lagstiftning och därmed är lämplig att delta i handeln på NGM-börsens marknader.

Som en service till medlemmarna ordnar NGM-börsen även frivilliga utbildningar för nya medlemmar och mäklare. Totalt har två mäklare deltagit vid dessa utbildningstillfällen.

Två nya medlemmar tillkom under året, AB SEK Securities och Nordea Bank Finland PLC. Société Générale S.A har under året upphört att vara medlem. Totalt fanns 25 medlemmar vid NGM-börsen vid årsskiftet 2011/2012.

6. Krav på finansiella instrument

För att NGM-börsens verksamhet skall fungera på ett optimalt sätt krävs att det föreligger förutsättningar för en rättvis, välordnad och effektiv handel beträffande de instrument som tas upp till handel. I NGM-börsens noteringskrav för NGM Equity anges att antalet aktieägare i ett noterat bolag ska uppgå till lägst 300 som var och en äger aktier motsvarande 5 000 kr. När det gäller bolag som väljer att lista sig på den alternativa marknadsplatsen Nordic MTF är kravet något mildare. Här anges endast att ägarspridningen ska vara tillräcklig för att det skall finnas förutsättningar för en ändamålsenlig handel.

Kravet enligt ovan baseras på att ett bolag med ett spritt ägande kommer att ha förutsättningar för att ha en orderbok med en rimlig spread, vilket gör att en investerare kan handla på ett ändamålsenligt sätt. Dock har en trend växt fram under senare år där bolagen anlitar en likviditetsgarant. En likviditetsgarant har till uppgift att ställa priser i bolagets aktie för att på så sätt tillse att marknadens aktörer ges en möjlighet att handla i bolagets aktier till rimliga villkor, vilket är ett sätt att ge förutsättningar för en ändamålsenlig handel. NGM-börsen betalar sedan 2010, som enda marknadsplats i Sverige, likviditetsgaranti för de noterade och listade bolagen.

Vid årsskiftet 2011/2012 hade 56 % (68 %) av bolagen på NGM Equity och 84 % (55 %) av bolagen på Nordic MTF likviditetsgarant.

7. Notering på observationsavdelningen

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

Under 2011 har NGM-börsen placerat aktierna i 9 (8) bolag på NGM Equity och Nordic MTF på observationsavdelningen.

Aktierna i Obducat AB och Swedish Bar Systems AB (MTF) placerades på observationsavdelningen på grund av att väsentlig osäkerhet förelåg rörande bolagens ekonomiska situation. Aktierna i C2SAT holding AB (flytt från NGM Equity till Nordic MTF), Confidence International AB, Micro Systemation AB, Axichem AB (MTF), Hexatronic Scandinavia AB (MTF) och Vindico Security AB (MTF) placerades på observationsavdelningen på grund av att bolagen ansökt om att avnotera/avlista sina aktier från NGM Equity respektive Nordic MTF. Aktierna i Brio AB placerades på observationsavdelningen på grund av ett offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i bolaget.

Två bolags aktier har under året fått förnyad observationsstatus efter nya händelser i bolaget som påkallat denna åtgärd. Aktierna i Redland Farming AB (fd Insight Energy AB) (MTF) som sedan tidigare var placerade under observation med anledning av ett planerat byte av verksamhetsinriktning informerade under året om ytterligare ett verksamhetsbyte, varpå bolagets observationsstatus förnyades den 25 januari. Aktierna och relaterade instrument i Obducat AB som placerades under observation den 3 februari 2011 då bolaget informerade om en rekonstruktion av bolagets dotterbolag erhöll förnyad observationsstatus den 1 november 2011 på grund av ytterligare ökad osäkerhet kring bolagets finansiella situation. Detta efter att bolaget informerade om att även det noterade moderbolaget inlett ett rekonstruktionsförfarande.

Den 17 augusti återfördes aktierna i Scandinavian Clinical Nutrition AB (MTF) till ordinarie listning efter att den företagsrekonstruktion som bolaget inlett hade avslutats.

Vid årsskiftet 2011/2012 handlades aktierna i Obducat AB och Redland Farming (fd. Insight Energy AB) (MTF) på observationsavdelningen.

8. Corporate actions

Under 2011 genomfördes 12 (16) nyemissioner med företrädesrätt för aktieägarna i bolag noterade på NGM Equity och listade på Nordic MTF. Behovet av kapital var inte utmärkande för någon särskild sektor utan var jämnt fördelat över branscherna. Dessa emissioner gav upphov till handel i 27 (38) olika finansiella instrument (teckningsrätter, betalda tecknade aktier, teckningsoptioner, konvertibler mm).

3 (3) bolag Kilsta Metallvärden AB (MTF), C2SAT holding AB och Confidence International AB genomförde sammanläggningar av aktier under året.

9. Offentliga uppköpserbjudanden

Under året har 1 (1) noterat bolag på NGM Equity varit föremål för ett offentligt uppköpserbjudande.

Proventus Invest AB lämnade den 10 mars 2011 ett offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i Brio AB. Sista handelsdag på NGM Equity var den 10 juni 2011 och Proventus Invest ägde vid den tidpunkten drygt 99 procent av aktierna.

Inga offentliga uppköpserbjudanden har offentliggjorts angående bolag på Nordic MTF under 2011. Dock har ett bolag, Stureguld AB, offentliggjort ett erbjudande i enlighet med detta regelverk till aktieägarna i Guld Invest Norden AB som är listat på Aktietorget.

10. Emittenternas informationsskyldighet

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

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

10.1 Övervakning av regelbunden finansiell information

NGM-börsen har genom VPML ålagts att övervaka den regelbundna finansiella informationen från emittenter vilkas överlåtbara värdepapper är upptagna till handel på NGM-börsen.

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

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

Övervakningen av emittenternas regelbundna finansiella information sker inom ramen för Marknadsövervakningen. En fullständig redogörelse för denna övervakning har lämnats i den särskilda årliga rapporten avseende övervakning av regelbunden finansiell information 2011 som finns publicerad på www.ngm.se under fliken *Regelbunden finansiell information*. Nedan följer en kortare sammanfattning av den granskning som genomförts.

Enligt gällande regelverk ska samtliga emittenter vara granskade inom en period på fem år. Varje år inleds med att ett urval görs för det årets granskning. För 2011 ingick 20 emittenter i urvalet och av dessa valdes sex ut för granskning. Det kan tilläggas att samtliga börsnoterade bolags delårsrapporter givetvis också är föremål för en kontinuerlig genomgång ur ett informationsövervakningsperspektiv. Detta är av stor vikt för att upprätthålla en god standard även hos emittenter som inte ingår i det aktuella årets urval. Upptäckter i detta sammanhang kan leda till att en emittent tas in i nästkommande års urval för redovisningstillsynen.

I granskningen för år 2011 har NGM-börsen meddelat beslut i 18 ärenden. I fyra fall har granskningen avslutats utan att någon sanktion tilldelats bolaget. I tio fall har granskningen avslutats med ett skriftligt påpekande. Detta har skett i sådana fall där rapporten innehållit avvikelser från reglerna men där dessa bestått i mindre formfel eller andra avvikelser som inte haft någon väsentlig påverkan på bilden av emittenten eller på värderingen av de noterade instrumenten. I fyra fall har NGM-börsen riktat en skriftlig anmärkning mot bolaget. Detta har skett där rapporter har innehållit felaktigheter som har haft en påverkan på bilden av emittenten eller värderingen av de noterade instrumenten men där överträdelsen ändå inte ansetts så allvarlig att ett överlämnande av ärendet till Disciplinnämnden varit påkallat. Anmärkningar har i några fall även gjorts där ett bolag haft ett flertal punkter i rapporten som var för sig skulle resulterat i ett påpekande, men där helhetsintrycket sammantaget gjort att en anmärkning varit befogad.

Ingen iakttagelse från NGM-börsens granskning har under året varit föremål för diskussion inom EECS¹ under året.

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

10.2 Emittenternas informationsgivning i övrigt

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

Vid misstanke om att informationsreglerna överträtts initieras ett formellt ärende och en skriftväxling inleds med det berörda bolaget. Under 2011 initierades 16 (20) formella informationsärenden rörande bolag på NGM Equity och Nordic MTF. Vid

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

ingången av perioden fanns även tre ärenden som öppnades under 2010 under behandling.

I 12 ärenden har NGM-börsen utdelat kritik mot bolag på NGM Equity och Nordic MTF rörande händelser kring bolagens informationsgivning. Fem bolag kritiserades i samband med utgivandet av finansiella rapporter. Ett bolag på NGM Equity kritiserades för att bolaget inte offentliggjort sin årsredovisning inom de fyra månader från utgången av räkenskapsåret som anges i lag och i NGM-börsens informationsregler. Rapporten offentliggjordes först den 2 maj efter påpekande från NGM-börsen. Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att bolaget vid offentliggörandet av årsredovisningen inte tydligt hade redogjort för att ett flertal ändringar gjorts i förhållande till de siffror som presenterades i bolagets bokslutskommuniké. Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att en finansiell rapport som bolaget offentliggjorde innehöll felaktigheter på väsentliga poster i balansräkningen. Rapporten saknade även en kassaflödesanalys. Felaktigheterna uppmärksammades av NGM-börsen och en ny korrigerad rapport offentliggjordes av bolaget följande dag.

Två av dessa fall rörde bolag som i pressmeddelandet som användes vid offentliggörandet av årsredovisningen inte tydliggjorde att bolagens revisorer lämnat en oren revisionsberättelse. Information om revisorns anmärkning fanns i revisionsrapporten i slutet av årsredovisningen, men regel 4.2.4 i NGM-börsens informationsregler anger att ett bolag som får en sådan anmärkning tydligt ska redogöra för detta i pressmeddelandet. Ett av bolagen kritiserades även för felaktigt återköp av aktier. Bolaget utnyttjade teckningsrätter som erhållits via bolagets tidigare innehav av egna aktier vid en emission. Teckandet av de nya aktierna stred mot 19 kap. 1§ i Aktiebolagslagen som anger att ett aktiebolag inte får teckna egna aktier. Då det rörde sig om ett mycket begränsat antal aktier och mot bakgrund av att bolaget hade beslutat att makulera aktierna avslutade NGM-börsen ärendet med att uttala kritik mot bolaget. Bolaget har under perioden avnoterats från marknadsplatsen.

Ett bolag på NGM Equity kritiserades för att bolaget inte lämnat information om vem som tecknat aktier i en i riktad emission som bolaget genomfört, vilket är ett krav enligt NGM-börsens informationsregelverk.

Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att bolaget inte omedelbart informerat om tillsättandet av ny verkställande direktör i bolaget. Denna information offentliggjordes, trots upprepade påpekanden från NGM-börsen, först en vecka efter att Bolagsverket registrerat den nya verkställande direktören. I ett annat ärende kritiserades bolaget för att dess hemsida under flera veckor låg nere och att inte tillräckliga åtgärder vidtogs för att åtgärda detta. Bolaget har under perioden avlistats från marknadsplatsen.

Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att inte ha offentliggjort bolagets kallelse till årsstämma i enlighet med gällande regelverk. Ett pressmeddelande med kallelsen offentliggjordes först samma morgon som kallelsen publicerades i Post och Inrikes tidningar och först efter ett påpekande från NGM-börsen.

Ett bolag på Nordic MTF kritiserades för att bolaget lämnat bristfällig information om ett företagsförvärv. Ett beslut om förvärvet skulle tas på en extra bolagsstämma och

kompletterande information offentliggjordes först dagen innan stämman trots upprepade påståtningar från NGM-börsen.

Slutligen kritiserades ett bolag på Nordic MTF för att det inte omedelbart informerade om att en styrelseledamot avgått ur bolagets styrelse. Bolaget anförde att de inte blivit informerade av den avgående styrelsemedlemmen. NGM-börsen kunde dock konstatera att bolaget inte registrerat en e-postadress hos Bolagsverket för att snabbt få tillgång till denna typ av ändringsinformation trots att NGM-börsen påpekat för bolaget vid en liknande incident att bolaget skulle sätta upp denna rutin. NGM-börsen ansåg även att för lång tid förflöt från det att NGM-börsen uppmärksammat bolaget på det inträffade tills dess att bolaget offentliggjort informationen till marknaden.

I syfte att skapa en bra grund och en god förståelse för informationens betydelse för den finansiella marknaden, genomgår varje nytt bolag som noteras/listas en utbildning som arrangeras av Marknadsövervakningen på NGM-börsen. Vidare har NGM-börsen ett krav i regelverket för bolagen på NGM Equity som anger att styrelsen och högsta ledningen i dessa bolag ska genomgå en utbildning i NGM-börsens regi. Utbildningarna omfattar såväl regelverk som tolkning och hantering av informationsreglerna. I utbildningen ingår även en genomgång av gällande insiderregler. NGM-börsen har under året anordnat 18 (14) utbildningstillfällen där 77 (67) företrädare för ledning och styrelser i de noterade och listade bolagen har deltagit.

10.3 Övervakning av NGMs regler vid offentliga uppköpserbudanden

Efter take-over direktivets implementering i Sverige den 1 juli 2006, har NGM-börsen egna regler rörande offentliga uppköpserbudanden som ska tillämpas av bolagen på NGM Equity. Reglerna 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.

NGM-börsens budregler för bolagen på NGM Equity och NBKs regler om offentliga uppköpserbudanden (takeovers) för bolag på First North, Nordic MTF och Aktietorget förändrades inte under 2011. Som informerats om tidigare i rapporten offentliggjordes ett (1) erbjudande till aktieägarna i bolag noterade på NGM Equity under perioden.

I samband med ett publikt bud på NGM Equity kontrollerar NGM-börsen att det erhållits ett åtagande från budgivaren att denne avser att följa budreglerna. Vidare kontrolleras att den information som lämnas av budgivaren i samband med budet står i överensstämmelse med reglerna. NGM-börsen har under året kritiserat en budgivare för att pressmeddelandet som offentliggjordes kring utfallet av budet inte innehöll all information som krävs enligt punkt 22 i NGM-börsens regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden. Exempelvis lämnades inte information om

hur många aktier i målbolaget som omfattades av gjorda accepter samt hur många aktier som budgivaren förvärvat utanför erbjudandet.

11. NGM-börsens Disciplinnämnd

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

Disciplinnämnden var under 2011 oförändrad och bestod av följande sex ledamöter: f.d. justitierådet Bo Svensson, ordförande, justitierådet Severin Blomstrand, vice ordförande, konsulten Bernt Magnusson, konsulten Anna Ramel, advokaten Alf-Peter Svensson samt auktoriserade revisorn Sigvard Heurlin.

Om börsen misstänker att en medlem, en mäklare, ett noterat eller listat bolag har agerat i strid med börsens regelverk kan NGM-börsen besluta sig för 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. De till buds stående sanktionerna för noterade eller listade bolag är varning, vite eller avnotering/avlistning.

NGM-börsen har under 2011 inte funnit anledning att lämna över något ärende till disciplinnämnden för bedömning.

Alla disciplinnämndens historiska beslut återfinns i fulltext på NGM-börsens hemsida www.ngm.se under fliken *Disciplinnämnd*.

12. Kontakt

Markus Ramström
Chef Marknadsövervakningen

Telefon: 08-566 390 27
Mobil: 0734-20 27 56
E-post: markus.ramstrom@ngm.se