



# NGM

NORDIC GROWTH MARKET

## Marknadsövervakningsrapport

---

2018

## Innehåll

Inledning .....	3
1. Årsrapport Marknadsövervakningen .....	7
2. Noteringar och handel under 2018.....	7
3. Svensk kod för bolagsstyrning .....	8
4. Regelefterlevnad i handeln och kursbildningen.....	10
4.1 Elektroniskt övervakningssystem .....	10
4.2 Rapporteringsskyldighet .....	11
4.3 Handelsstopp.....	12
5. Krav på deltagarna i handeln .....	14
6. Krav på finansiella instrument .....	14
7. Handel under observation .....	15
8. Corporate actions .....	17
9. Emittenternas informationsskyldighet .....	17
9.1 Övervakning av regelbunden finansiell information .....	18
9.2 Emittenternas informationsgivning i övrigt .....	20
9.3 Övervakning av NGM-börsens regler vid offentliga uppköpserbjudanden...	23
10. NGM-börsens Disciplinnämnd .....	24
11. Kontakt.....	25

# Marknadsövervakningsrapport 2018

---

## 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 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 genom NDX Finland, NDX Denmark och NDX Norway. Utöver de reglerade marknaderna erbjuder NGM-börsen notering och handel på handelsplattformen Nordic MTF. Där handlas aktier och 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 (f.d. AktieTorget) 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.

En stor händelse under året var EU:s direktiv MiFID II som trädde i kraft den 3 januari 2018 och ett antal förändringar genomfördes i NGM-börsens handelssystem Elasticia som anpassningar till detta regelverk. En begränsning som följde av MiFID II är att en så kallad isbergsorder måste ha ett initialt värde överstigande 10 000 euro. En isbergsorder med ett lägre initialt värde avvisas av systemet. Vid implementeringen hade många medlemmar inte uppmärksammat denna förändring och över 60 isbergsorder avvisades bara den 3 januari 2018. Detta antal har sedan minskat kraftigt varefter medlemmarna anpassat sin orderläggning till dessa regler. Som en konsekvens av MiFID II har även kraven ökat på medlemmarna att lämna mer kundinformation rörande varje order som läggs på börsen, så kallad "Order Record Keeping". Detta fungerar i praktiken så att en medlem vid orderläggningen inkluderar en kortkod som är unik för den aktuella kunden och efter handelns avslutande skickar medlemmen in kunddata som knyts till de kortkoder som använts vid handeln. Detta ökar marknadsövervakningens möjlighet vid utredning av misstänkt marknadsmanipulation och insiderbrott. En medlem kan dessvärre vid mappningen av kortkoder skicka in en LEI-kod (unik kod för juridiska personer) för den juridiska enhet där alla medlemmens kunders kapitalförsäkringar ligger och inte skicka in slutkundsinformation för varje kund som har en sådan försäkring eftersom alla kunderna handlar under samma kortkod. Detta kan då leda till att en del larmtyper inte fungerar så bra som hade varit möjligt med mer detaljerad information.

Från och med den 12 mars 2018 har NGM-börsen ändrat öppettiderna för ETP:er då den svenska marknaden öppnar klockan 8:00 istället för som tidigare klockan 9:00. Market makers i de aktuella instrumenten kvoterar mellan klockan 8:00-9:00 priser i index såsom DAX och Eurostoxx, råvaror som olja, guld och silver, valutor samt i Bitcoin. NGM-börsen har sedan 10 november 2014 erbjudit morgonhandel på den finska marknaden mellan klockan 8:00-9:00 och samma möjlighet ges nu även på den svenska marknaden. Sedan den 19 november 2018 erbjuds även handel i ETP:er efter den ordinarie handeln för sådana instrument mellan 17:25 och 20:00. De instrument som kvoterar under denna session är i stort desamma som kvoterar under morgonhandeln.

Den 20 juni 2018 beslutade Riksdagen att bifalla förslaget rörande en ny ordning för redovisningstillsyn. I praktiken innebär detta att det praktiska övervakningsarbetet för redovisningstillsynen flyttas från börserna till ett nybildat organ under föreningen för god sed på värdepappersmarknaden som ska heta *Nämnden för svensk redovisningstillsyn*. Den nya ordningen trädde i kraft den 1 januari 2019. För mer information rörande detta, se kapitel 9 i denna rapport.

Det var under året en fortsatt debatt kring FI:s sanktioner till privatpersoner för marknadsmanipulationer och speciellt storleken på dessa. FI hanterar enligt det gällande systemet de ärenden där uppsåt inte har påvisats och EBM driver i domstol de fall där uppsåt har kunnat påvisas. Trots detta har generellt de sanktionsavgifter FI ålagt ut varit mycket högre än de dagsböter som domstolarna har dömt ut. Detta förhållande har av många på marknaden uppfattats som märkligt och inte långsiktigt hållbart. Dagens Industri publicerade den 8 juli 2018 uppgifter som angav att Sverige

under 2017 stod för 74 % av alla sanktioner och 85 % av sanktionsbeloppen för fall som avsåg marknadsmanipulation. De allra flesta EU-länderna hade inte rapporterat något fall under 2017. Det är uppenbart att det svenska förhållningssättet till dessa ärenden, trots att det baseras på gemensamma EU-regler, skiljer sig kraftigt åt i förhållande till hur frågeställningen hanteras av övriga EU-länder. Det finns därmed ett behov av en diskussion mellan tillsynsmyndigheter inom EU och en harmonisering rörande hur det gemensamma regelverket ska hanteras i praktiken. Flera ärenden där FI dömt ut höga sanktionsavgifter har under året tagits till domstol eftersom personerna inte accepterat FI:s sanktionsförelägganden. I ett sådant läge stämmer FI personen inför domstol. Domstolarna har hittills vid prövningen av dessa ärenden fastställt besluten utan att specifikt kommentera huruvida storleken på sanktionsavgifterna varit rimliga, hittills har frågan dock endast prövats i första instans.

Vidare fanns det under året en fortsatt stor efterfrågan från bolag att notera sina aktier på Nordic MTF även om ökningen inte var lika stor som under 2017 och det märktes särskilt en avmattning mot slutet på året. En trolig förklaring var den allt mer volatila börsutvecklingen mot årets slut och det faktum att cirka två tredjedelar av IPO:erna på den svenska marknaden vid årsskiftet handlades under sin teckningskurs vid introduktionen. Relevant ur ett övervakningsperspektiv är att notering av nya bolag leder till en del utmaningar. En stor del av de ärenden där NGM-börsen funnit anledning att kritisera ett bolag rörande bristande efterlevnad av informationsreglerna härrör sig till bolag som noterat sina aktier under de senaste två åren. Det är en stor utmaning för nya bolag att anpassa sin verksamhet till att vara noterad och det är viktigt för bolagen att förbereda sig inför den omställning det innebär att verka i en publik miljö med de krav som då ställs på bolaget. Av den anledningen finns det ett krav på Nordic MTF som anger att alla nya bolag ska ha en Mentor anlitad under sina första två år som noterat bolag. Mentorn kan ge stöd till bolaget att utveckla de rutiner och den organisation som krävs som noterat bolag. NGM-börsen håller även utbildningar om informationsreglerna för alla nya bolag som söker att notera sina aktier på någon av NGM-börsens marknader.

Under året har regelverken på NGM Equity, Nordic MTF och Debt Securities uppdaterats, för mer information rörande ändringarna se kapitel 9 i denna rapport. En regelverksfråga som har varit omdebatterad under tidigare år är frågan om krav på kvartalsvisa finansiella rapporter. NASDAQ Stockholm (NS) genomförde för några år sedan en förändring på sin reglerade marknad där ett bolag istället för en kvartalsrapport kan lämna en mindre omfattande kvartalsredogörelse. Ett par år senare kan det konstateras att endast en handfull bolag har valt att offentliggöra en kvartalsredogörelse istället för kvartalsrapport. För bolagen på den reglerade marknaden NGM Equity är det obligatoriskt att publicera kvartalsrapport medan det är frivilligt för bolagen på Nordic MTF. Vid en underökning som marknadsövervakningen gjorde under hösten visade det sig att 73 % av bolagen på Nordic MTF på frivillig basis ger ut kvartalsrapporter. Den troligaste orsaken till detta är att kvartalsrapporterna är väldigt uppskattade av investerarna vid värderingen av bolagens aktier. Att förekomsten av dessa rapporter är så spridd på svenska marknader ger en ökad transparens i förhållande till många andra europeiska länder.

Emittenten Vontobel noterade den 16 januari 2018 det första ETP-instrumentet med Bitcoin som underliggande. Det är ett så kallat trackercertifikat som följer priset på

Bitcoin utan någon extra hävstång. Detta instrument var under första delen av året det mest omsatta ETP-instrumentet på NGM-börsen. Mot slutet av året sjönk priset på Bitcoin (och andra kryptovalutor) kraftigt och handeln i instrumentet mattades av.

Den 17 november 2017 bytte marknadsplatsen Spotlight Stock Market (SSM) handelssystem från Nasdaqs I-Net till NGM-börsens egenutvecklade handelssystem Elasticia. Då NGM-börsens marknadsövervakning erhåller en hel del frågor som rör instrument noterade på SSM är det värt att påpeka att SSM har en egen marknadsövervakningsavdelning som övervakar handeln i de instrument som är noterade på SSM och informationsgivningen från dessa bolag. Den 16 april 2018 startade även den schweiziska börsen BX handel i handelssystemet Elasticia. Även denna börs har en egen marknadsövervakningsavdelning som övervakar handeln i instrumenten som är noterade där.

## 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 2018

*(siffrorna inom parentes avser motsvarande period år 2017)*

Intresset från bolag för att notera sina aktier på Nordic MTF var under året fortsatt stort, dock ej på 2017 års rekordnivåer. Under 2018 noterades aktier i 10 (23) bolag på Nordic MTF: Dr Sannas AB, GoldBlue AB, Attana AB, Tectona Capital AB, Africa Resources AB, Metacon AB, Lumito AB, Zordix AB, Advertly AB och Raytelligence AB.

På Nordic AIF, som är ett undersegment för alternativa investeringsfonder på den reglerade marknaden NGM Equity, noterades aktierna i CNI Nordic 5 AB.

Under året har 2 (2) bolags aktier avnoterats från NGM-börsen. Aktierna i Computer Innovation i Växjö AB och aktierna i Concent Holding AB avnoterades från Nordic MTF på bolagens begäran. Dessa aktier handlas efter avnoteringarna inte på någon marknadsplats.

Vid årsskiftet 2017/2018 fanns 9 (9) bolag på NGM Equity, 63 (55) på Nordic MTF och 4 (3) på Nordic AIF.

Omsättningen på NGM-börsens olika aktiemarknader utvecklades olika under 2018. På NGM Equity (inklusive Nordic AIF) var omsättningen 215,21 miljoner kronor (mkr) (420,15 mkr), vilket är en minskning med 48,7 %. Antal avslut var 38 211 (58 133), en minskning med 34,2 %. På Nordic MTF var omsättningen 5 945,76 mkr (5 725,33 mkr), en ökning med 3,8 %. Antal avslut var 728 858 (620 546), en ökning

med 17,4 %. Den så kallade IPO-marknaden i Sverige var fortsatt stark under inledningen på året men mattades under året. Det mönster som varit tydligt under senare år där handeln i många mindre bolags aktier varierar kraftigt under året har varit fortsatt framträdande under 2018. Det förefaller finnas ett ganska stort antal investerare eller traders som samlas i de aktier som för stunden rör sig kraftigt, varpå dessa sedan rör sig vidare till andra hetare aktier. Det har i flera fall noterats snabba kursuppgångar i enskilda aktier som inte alltid har föregåtts av ny kurspåverkande information om bolagen utan snarare förefaller vara en effekt av diskussioner och skrivelser på chatforum där aktier diskuteras. Flera av dessa uppgångar har sedan mattats av rätt snabbt och kurserna har återgått till de nivåer de startade på. Det är som alltid av stor vikt att alla investerare läser på om de bolag som de handlar i och bildar sig en egen uppfattning om bolagen och inte bara köper aktier på grundval av de kommentarer som lämnas på exempelvis olika aktieforum.

Den totala omsättningen för ETP-instrument var under året 30 349 mkr (38 223 mkr) (omräknat med genomsnittlig kronkurs). Detta är en minskning från föregående år med 20,6 %. Antalet avslut uppgick till 890 753 (1 163 347), vilket är en minskning från föregående år med 23,4 %. Minskningen är främst en 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 främst sina egna produkter, vilket fått som konsekvens att handeln i alla övriga emittenters produkter fortsatt att minska under året.

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

- Sweden - OMX-index, DAX-index och Olja.
- Finland - DAX-index, Nokia och Neste.
- Norway - DNO International, Olja och Storebrand.
- Denmark - Novo Nordisk, Danske Bank och Pandora.

Antalet noterade ETP-instrument, strukturerade produkter och övriga icke aktierelaterade instrument (Sweden, Finland, Norway och Denmark) uppgick vid utgången av 2018 till 12 268 (11 046), en ökning med 11,1 %. 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.

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

Under året har Kollegiet hållit samrådsmöten med branschen rörande ett antal frågeställningar relaterade till Koden. NGM-börsen hade inför det möte som man deltog i skickat ut en enkät till alla emittenter som omfattas av Koden på NGM-börsens marknader för att inhämta deras åsikter om Koden. En svarsfrekvens på cirka 30 % erhöles och generellt tyckte de bolag som svarade att Koden i stort fungerar väl men att den för mindre bolag kan vara resurskrävande att följa. Vidare framfördes åsikten att det finns en risk för att bolagen väljer ett antal "förutbestämda rätta svar" istället för att göra det som passar bäst för bolaget och sedan förklara varför detta sätt är att föredra. Slutligen angavs att det är viktigt att det från Kollegiet framhålls att det är tillåtet för ett bolag att avvika från Koden så länge det istället förklarar och motiverar den lösning som valts.

På mötet ovan diskuterades även om Kodens tillämpningsområde bör breddas till MTF-marknader (Nordic MTF, Spotlight och First North). Detta motsatte sig NGM-börsen då många av de bolag som är noterade på dessa marknader är små och har begränsade resurser. I och med att Marknadsmisbruksförordningen numera träffar dessa bolag har regelbördan ökat under senare tid. Sammantaget gör detta att NGM-börsen i nuläget inte stöder en breddning av Kodens tillämpningsområde till MTF-marknaderna.

Kollegiet har gjort en omfattande genomgång av Kodens tillämpning på den svenska aktiemarknaden. Denna rapport återfinns på följande länk: [http://www.bolagsstyrning.se/2018/arsrapport-2018\\_666](http://www.bolagsstyrning.se/2018/arsrapport-2018_666) Av rapporten framgår bland annat att nya EU-regler rörande aktieägares rättigheter ska implementeras senast den 10 juni 2019. Dessa förslag, exempelvis "say on pay" dvs. att bolagsstämman ska besluta om ersättningsriktlinjer för bolagsledning och styrelse, samt godkänna en ersättningsrapport, kommer att innebära förändringar av Koden. Kollegiet diskuterar även om man bör ta ett större grepp på självregleringen kring ersättningar och incitamentsprogram, där det sistnämnda för närvarande främst regleras av Aktiemarknadsnämndens uttalanden om god sed. Ett alternativ som Kollegiet kommer att titta närmare på är att bryta ut delar av nuvarande självreglering på detta område från Koden, Aktiemarknadsnämndens praxis och möjligen marknadsplatsernas regelverk till en sammanhållen rekommendation utfärdad av Kollegiet.

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

tänkas behöva den, får inte Kodens princip ”följ eller förklara” den tänkta effekten. NGM-börsen anser att det vore bra om Kollegiet tydliggör i sin kommunikation, i enlighet med den feedback som erhållits från noterade bolag, att det är tillåtet att avvika från Koden 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 indikera avvikande handelsmönster använder sig handelsövervakningen av ett elektroniskt övervakningssystem som heter Instant Watch.

Övervakningssystemet gör det möjligt att elektroniskt övervaka och analysera handeln i handelssystemet. Vid större förändringar i handeln avseende exempelvis kurs eller omsättning, genererar systemet ett eller flera larm som gör övervakaren uppmärksam på förändringen. Varje larm granskas individuellt och avskrivs först då en nöjaktig förklaring till förändringen identifierats. För de fall att utredningen av larmet ger upphov till misstanke om marknadsmanipulation eller misstänkt insiderhandel rapporteras detta till FI, för mer information se avsnitt 4.2.

Antalet larm i systemet uppgick under 2018 till 183 082 (113 415), vilket är en kraftig ökning med ca 38 % jämfört med 2017. Denna ökning är främst en effekt av en ökad mängd larm avseende saknade priser på ETP-instrument som en konsekvens av de utökade handelstiderna på morgonen och kvällen då emittenterna inte kan kvotera priser i alla instrument. Frånsett denna effekt är antalet larm upp marginellt jämfört med föregående år. En större mängd larm rör även prisrörelser i ETP-instrument som härrör sig till prisrörelser i de underliggande instrumenten. Dessa larm kan i normalfallet stängas tämligen snabbt då de är en naturlig följd av marknadsvolatilitet och aktuell hävstång men används för att identifiera de fåtal tillfällen då instrumentets market maker har kvoterat på felaktiga priser. På aktiesidan noterades en fortsatt ökning av antalet larm, vilket primärt har orsakats av det fortsatt ökande antalet bolag som noterats på Nordic MTF.

Som beskrivits i inledningen av denna rapport ställs sedan implementeringen av MiFID II den 3 januari 2018 krav på alla medlemmar om att lämna mer kundinformation än tidigare rörande varje order som läggs på börsen, så kallad "Order Record Keeping". 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 stora internetmäklare inkluderar dock även kundernas depånummer för denna typ av handel (dock ej inkluderande kundidentifiering), varför handelsmönster oftast 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.

## **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.

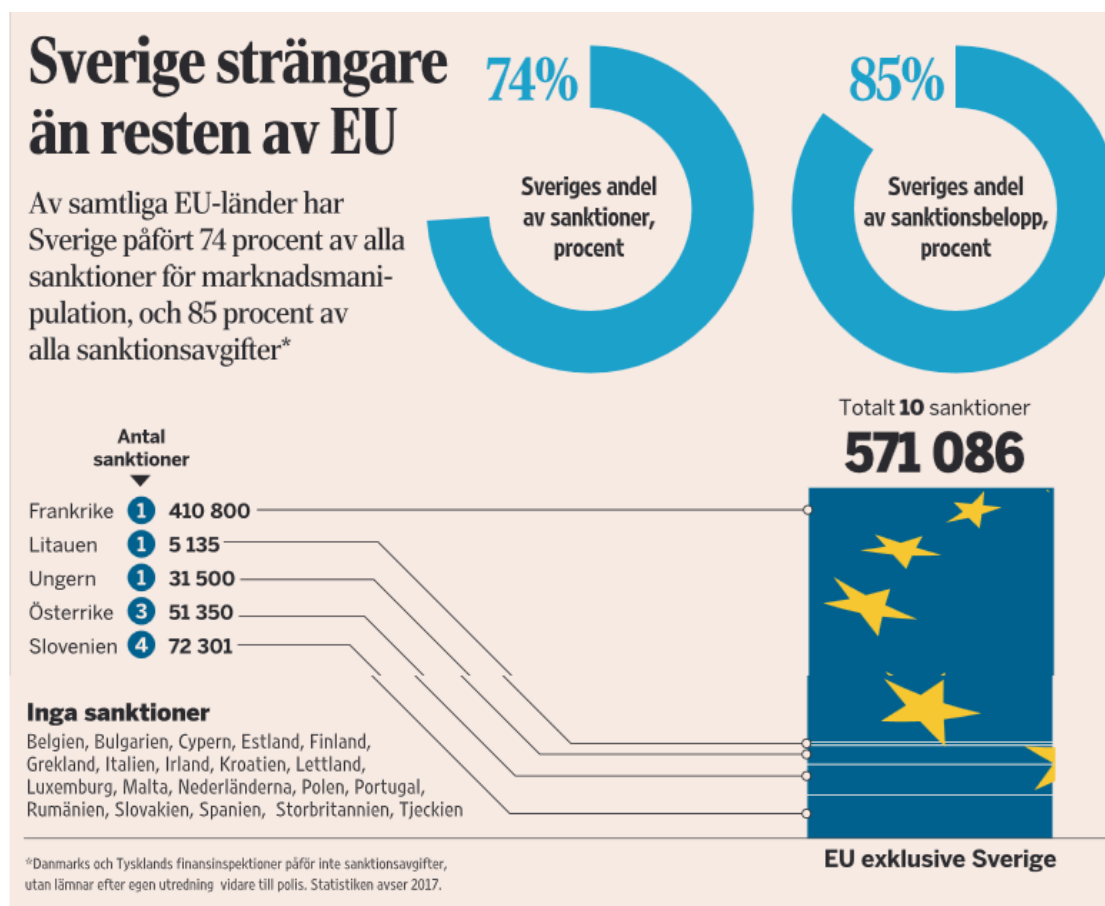
Under 2018 anmälde NGM-börsen 23 (21) ärenden till FI. Av dessa anmälningar avsåg 6 (8) misstankar om insiderbrott och 17 (13) misstanke om marknadsmanipulation.

NGM-börsen har sett en fortsatt ökning av antalet anmälda ärenden rörande marknadsmanipulation under året. Ökningen är till stor del relaterad till ärenden där en investerare har köpt en liten volym aktier, ofta endast en aktie, där transaktionen inte varit kommersiellt motiverat 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. I ett flertal av dessa fall har det rört sig om personer som inte förefaller ha särskilt lång erfarenhet av handel med finansiella instrument och det kan i flera fall vara så att dessa handlare inte förstått att deras beteende varit otillåtet. En bidragande orsak till att denna typ av handelsbeteende ökat under senare år kan vara att handeln blivit allt mer lättillgänglig via exempelvis mobilapplikationer och att handeln i sig har blivit billigare att genomföra.

Mot bakgrund av att FI under senare år sanktionerat ett stort antal privata handlare rörande just denna typ av ärenden, med i många fall betydande belopp, har NGM-börsen förväntat sig att den ökade uppmärksamheten kring dessa sanktioner skulle leda till en minskning av denna typ av ärenden. En sådan utveckling har dock inte kunnat påvisas under 2018.

Det stora antalet sanktioner som FI ålagt rörande marknadsmanipulation har uppmärksamats på marknaden och i media under året, se ett exempel nedan. Som

framgår av bilden nedan står Sverige ensamt för fler sanktionsärenden än samtliga andra EU-länder gemensamt. Man kan fråga sig om detta är rimligt mot bakgrund av att det numera är gemensamma EU-regler på området.



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 har ett antal sådana ärenden avgjorts. Dessa har samtliga, såvitt NGM-börsen noterat, resulterat i att rätten fastslagit FI:s sanktion för överträdelsen utan att särskilt beröra huruvida vitesbeloppet i sig är rimligt mot bakgrund av överträdelsens art.

Utöver att FI har ålagt väldigt många sanktionsavgifter för denna typ av överträdelse kan man även konstatera att de avgifter FI ålagt i fall där man inte konstaterat uppsåt vid flera tillfällen ganska kraftigt överstigit de dagsböter som utdömts i 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 rimligt.

### 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 2018 har NGM-börsen, med stöd av ovanstående lagregler, inte implementerat något handelsstopp i aktier på NGM Equity. Handeln med aktier noterade på Nordic MTF har stoppats vid 3 (5) tillfällen.

Handeln med aktierna i Computer Innovation i Växjö AB stoppades den 16 maj 2018 efter att information om bolagets förestående avnotering från Nordic MTF kunde antas ha läckt ut i marknaden. Handeln återupptogs med normalt öppningsförfarande den 18 maj 2018 efter att bolaget hade offentliggjort information rörande dess ansökan om avnotering.

Handeln med aktierna i IQS Energi Komfort AB stoppades den 20 juli 2018 inför att bolaget avsåg att offentliggöra ett pressmeddelande som bedömdes kunna ha stor påverkan på bolagets aktiekurs. När bolaget hade offentliggjort ett pressmeddelande med information rörande förvärvet av Sustainable Energy Solutions Sweden AB (SENS) återupptogs handeln med normalt öppningsförfarande den 23 juli 2018.

Handeln med aktierna i Concent Holding AB stoppades den 7 september 2018 i avvaktan på ett pressmeddelande från bolaget rörande att bolaget beslutat att ansöka om avnotering från Nordic MTF. Handeln återupptogs samma dag efter att informationen offentliggjorts.

Handeln i ETP-instrument har stoppats i enlighet med reglerna ovan vid 8 (1) tillfällen omfattandes totalt 354 (17) 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 allra 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 på grund av knock-out ökat kraftigt. Under 2018 stoppades handeln i sådana instrument 17 648 (10 724) gånger, vilket är en uppgång med 64,5 %. Detta förklaras utöver ett ökat utbud av sådana instrument primärt av att volatiliteten på marknaden har varit betydligt högre under 2018 än under föregående år. Tack vare införandet av Order Protection Mode<sup>1</sup> ("OPM") för handeln med ETP:er förhindras handel efter knock-out för dessa instrument och följaktligen behövde ingen makulering av sådana avslut genomföras. Innan införandet av OPM var handel efter knock-out den vanligaste orsaken till makulering av avslut.

---

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

Totalt makulerade NGM-börsen under 2018 avslut vid 24 tillfällen (38), en nedgång med 36 %. Eftersom OPM undanröjer risken för att investerare gör avslut på felaktiga priser när ett ETP-instruments market maker inte kvoterar priser har antalet makuleringar rörande handeln i ETP:er gått ner kraftigt.

## 5. Krav på deltagarna i handeln

En del av marknadsövervakningens arbete består 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 finansiella lagregleringen men även av NGM-börsens egna medlemsregler.

Både medlemsregler och makuleringsregler uppdaterades i samband med implementeringen av MiFID II och det skapades även nya regelverk för market making i ETP:er och aktier. Alla dessa regelverk återfinns på [www.ngm.se/regelverk](http://www.ngm.se/regelverk) under fliken *Regler för medlemmar*.

NGM-börsen har under 2018 inte haft anledning att inleda några formella ärenden angående en medlems agerande i förhållande till gällande regelverk.

DNB Bank ASA och Euwax AG antogs som nya medlemmar under året. Totalt hade NGM-börsen 27 medlemmar vid årsskiftet 2018/2019.

## 6. Krav på finansiella instrument

För att NGM-börsens verksamhet skall fungera optimalt krävs att det föreligger förutsättningar för en rättvis, välordnad och effektiv handel beträffande de instrument som tas upp till handel. Förutsättningar för en ändamålsenlig handel kan uppnås på flera sätt. Om ett bolag har ett stort antal aktieägare och en stor så kallad *free float*<sup>2</sup> kommer antalet aktörer i orderboken att vara stort, varpå det finns förutsättningar för handel på rimliga villkor.

Förutsättningar för en ändamålsenlig handel kan även uppnås genom att bolaget anlitar en så kallad likviditetsgarant ("LG"). En LG har till uppgift att ställa priser i bolagets aktie för att på så sätt tillse att marknaden 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*.

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

---

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

sida eller med en maximal spread på 6 % och 5 000 kronor på varje sida. Större spread kan användas om aktiekursen understiger 1 kr. För en LG på NGM Equity gäller att priser ska ställas med 10 000 kronor på varje sida och 4 % i spread. För mer detaljer, se reglerna på denna länk:

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

NGM-börsen följer löpande likviditeten i bolagens aktier och kan vid behov initiera en diskussion med ett bolag rörande behovet av att en LG anlitas för bolagets aktie. Det skedde under 2018 små förändringar rörande användandet av LG på NGM-börsens aktiemarknader jämfört med föregående år. Vid årsskiftet 2018/2019 anlidade 46 % (42 %) av bolagen på NGM Equity/Nordic AIF och 17 % (22 %) av bolagen på Nordic MTF en LG.

## **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 förkommande fall relaterade instrument flaggas i Elasticia som att 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 2018 har NGM-börsen placerat aktierna i 5 (4) bolag under observation.

Preservia Hyresfastigheter AB, vars preferensaktier är noterade på Nordic MTF och obligation är noterad på NGM Debt Securities, offentliggjorde via ett pressmeddelande den 23 maj 2018 att bolagets årsstämma beslutat att inte lämna utdelning till bolagets preferensaktieägare. Mot denna bakgrund beslöt NGM-börsen att placera preferensaktierna och relaterade instrument utgivna av bolaget under observation från och med denna dag.

Aktierna i Willak AB, vars aktier är noterade på Nordic MTF, placerades under observation den 29 maj 2018 efter att bolaget offentliggjort sin årsredovisning för år 2017. I revisionsberättelsen lämnade revisorn en så kallad going concern-anmärkning. Mot bakgrund av denna information konstaterade NGM-börsen att det fanns omständigheter som föranledde en väsentlig osäkerhet rörande bolagets ekonomiska situation.

Aktierna i IQS Energi Komfort AB, vars aktier är noterade på Nordic MTF, placerades under observation den 20 juli 2018 efter att bolaget offentliggjort ett avtal om förvärv av SENS, som innebar att SENS tidigare ägare kommer att kontrollera 90

% av det sammanslagna bolaget. Enligt gällande regelverk placeras ett bolags aktier under observation om bolaget planerar eller har genomgått en väsentlig förändring av verksamheten.

Aktierna i Sensori AB, vars aktier är noterade på Nordic MTF, placerades under observation den 30 oktober 2018 efter att bolaget offentliggjort att Läkemedelsverket beslutat om förbud mot att släppa ut bolagets tinnitus-plåster "Antinitus" på marknaden. Mot bakgrund av betydelsen av den aktuella produkten ansågs väsentlig osäkerhet därmed föreligga rörande bolaget.

Aktierna och teckningsoptionerna i LifeAssays AB, noterade på NGM Equity, placerades under observation den 8 februari 2018 efter att bolaget offentliggjort att det bedömde att det egna kapitalet understeg halva aktiekapitalet. Bolagets aktier återfördes till ordinarie handel den 23 juli efter att ha informerat om att bolaget via en företrädesemission tillförts 22,2 miljoner kronor före emissionskostnader. Bolaget angav vidare att med de medel som inbringats genom företrädesemissionen, och som förväntas inbringas vid utnyttjande av de i företrädesemissionen emitterade teckningsoptionerna av serie 2018/2019, bedömdes bolaget ha tillräckliga finansiella resurser för att kunna bedriva den planerade verksamheten under den närmaste tolv månadersperioden.

Utöver LifeAssays ovan återfördes två bolags aktier till ordinarie handel under året. Aktierna och preferensaktierna i Real Holding i Sverige AB, noterade på Nordic MTF, placerades under observation den 14 september 2017 på grund av väsentlig osäkerhet rörande värderingen av bolagets aktier efter att bolaget offentliggjort information rörande en nyemission som kunde öka antalet aktier i bolaget 23 gånger. Dessa aktier återfördes den 11 januari 2018 till ordinarie handel efter att bolaget offentliggjort att emissionen avslutats och att bolaget erhållit 54 miljoner kronor. Bolaget angav även i pressmeddelandet att emissionen hade säkrat finansieringen för de kommande 12 månaderna.

Aktierna i Nickel Mountain Resources AB hade handlats under observation på Nordic MTF sedan den 31 mars 2017 efter att ha offentliggjort ett förvärv av Interfox Resources AB:s dotterbolag Mezhlisa Resources Cyprus Limited som innebar en väsentlig förändring av bolagets verksamhet. Bolagets aktier återfördes den 12 december 2018 till ordinarie handel efter att ha offentliggjort ett investerarmemorandum som beskriver koncernen och den tillkommande verksamheten.

Aktierna i Computer Innovation i Växjö AB som handlats under observation på Nordic MTF sedan den 24 augusti 2017 på grund av osäkerhet rörande bolagets finansiella situation offentliggjorde den 17 maj 2018 ett beslut om att ansöka om avnotering från Nordic MTF. Denna ansökan beviljades av NGM-börsen och den sista dagen för handel med Bolagets aktier var den 21 juni 2018.

Aktierna i Concent Holding AB som handlats under observation sedan den 25 november 2016 på grund av osäkerhet rörande bolagets finansiella situation offentliggjorde den 7 september 2018 ett beslut om att ansöka om avnotering från Nordic MTF. Denna ansökan beviljades av NGM-börsen och den sista dagen för handel med Bolagets aktier var den 12 oktober 2018.



Vid årsskiftet 2018/2019 handlades 6 (6) bolag under observation. Utöver de ovan nämnda gäller detta för aktierna i Exeotech Invest 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.

## **8. Corporate actions**

Under 2018 genomfördes 28 (15) nyemissioner med företrädesrätt för aktieägarna i bolag noterade på NGM Equity och på Nordic MTF. Dessa emissioner gav upphov till handel i 61 (43) olika finansiella instrument (teckningsrätter, betalda tecknade aktier, teckningsoptioner, konvertibler mm). Den kraftiga ökningen beror till stor del på det ökade antalet noterade bolag. Kapitalanskaffningarna som gjordes under året var jämnt fördelade i storlek (medelvärde ca 12,5 mkr, median ca 8,4 mkr) och inte fokuserade på någon särskild bransch eller verksamhetsområde. Totalt togs 334,5 (492,3) miljoner kronor in via de kapitalanskaffningar som genomfördes under 2018. Under 2017 gjordes två större emissioner (151 miljoner respektive 92 miljoner), vilket förklarar nedgången i årets totalsummering trots att antalet emissioner var fler.

Fyra bolag (1) 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.

Förändringar i informationsregelverken för NGM Equity, Nordic MTF och NGM Debt Securities publicerades den 30 november 2018.

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 blir allt svårare att tillämpa. Denna regelförändring genomfördes i samråd med föreningen FAR som kontaktat NGM-börsen för att uppmärksamma de stora förändringar som inträffat på området, vilka gjorde den tidigare lydelsen av regeln svårtolkad.

I samtliga regelverk lyftes ett antal bestämmelser om noteringsprocessen ut till ett separat dokument då dessa regler 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 har tagits 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 ändringen att tidsgränsen för offentliggörande av bokslutskommuniké förlängdes från två månader till tre månader. Vidare anges även att om emittenten före denna tidsgräns utgång har offentliggjorts årsredovisningen, bortfaller kravet rörande offentliggörande av bokslutskommuniké.

Förändringarna som beskrivs ovan träder i kraft den 1 januari 2019 och de fullständiga regelverken återfinns på NGM-börsens hemsida under fliken *Regelverk*.

## **9.1 Övervakning av regelbunden finansiell information**

Fram till den 31 december 2018 har NGM-börsen genom 16 kap. 13 § i LVPM varit ansvariga att övervaka att emittenter, som har Sverige som hemmedlemsstat och som gett ut eller utfärdat överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad som drivs av NGM-börsen, upprättat sådan regelbunden finansiell information som anges i 4-5 §. Övervakning av regelbunden finansiell information ("redovisningstillsyn") omfattar enligt dessa paragrafer årsredovisning och halvårsrapport. Redovisningstillsynen i Sverige har sedan många år varit delegerad till börserna, NGM-börsen och NS, men FI har haft ett direkt övervakningsansvar för svenska bolag vars aktier varit upptagna till handel på utländsk börs inom EES.

Efter årsskiftet 2018/2019 försvinner dock dessa lagkrav och ersätts med en ny ordning där FI har yttersta ansvaret för redovisningstillsynen tillsammans med ett nytt organ som heter Nämnden för svensk redovisningstillsyn. Enligt övergångsbestämmelserna som följer med lagändringarna har börserna ansvar att fullgöra sina skyldigheter för redovisningstillsyn för finansiella rapporter som har offentliggjorts före ikraftträdandet.

Det är för närvarande inte känt vilka avgifter som Nämnden för svensk redovisningstillsyn avser att ta ut från de emittenter som står under tillsyn. Det anges i förslaget bland annat att de avgifter som övervakningsorganet tar ut ska vara skäligen i förhållande till den kostnad som övervakningsorganet har för att bedriva sin verksamhet. För att avgifterna ska vara skäligen måste de vara icke-diskriminerande, förutsägbara samt stå i proportion till övervakningsorganets kostnader för att bedriva

övervakningen. Avgifterna bör kunna variera i storlek. Skillnaderna i storlek ska dock kunna motiveras utifrån objektiva kriterier exempelvis börsvärde eller antal anställda. NGM-börsens åsikt är att avgifterna, mot bakgrund av emittenternas mycket varierande storlek, bör vara differentierade, förslagsvis baserat på marknadsvärde.

Syftet med övervakningen av bolagens finansiella information är primärt att skydda investerare och främja allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Övervakningen bidrar till en ökad öppenhet i den finansiella information som är relevant för investerarnas beslut och medför en mer enhetlig tillämpning av redovisningsreglerna IFRS i den finansiella rapporteringen inom EES. Detta kan antas stimulera aktieägandet och underlätta en benchmarking över landgränserna genom ökad jämförbarhet.

Övervakningen av emittenternas regelbundna finansiella information sker inom ramen för NGM-börsens ordinarie marknadsövervakning. En fullständig redogörelse för denna övervakning lämnas i den särskilda årliga rapporten avseende övervakning av regelbunden finansiell information som publicerats varje år på [www.ngm.se](http://www.ngm.se) under fliken *Marknadsövervakning/Regelbunden finansiell information*. Rapporten för 2018 kommer att bli den sista årsrapporten som ges ut av NGM-börsen till följd av att ovan nämnda lagkrav försvinner. Nedan följer en kortare sammanfattning av den granskning som genomförts under 2018.

Enligt den tidigare ordningen ska samtliga emittenter vara granskade inom en period på fem år. Varje år har inletts med att ett urval görs för det årets granskning. För 2018 ingick 21 emittenter i populationen och av dessa valdes fyra ut för granskning. Det kan tilläggas att samtliga börsnoterade bolags delårsrapporter 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 (genom ett så kallat riskbaserat urval).

Under granskningen för 2018 har NGM-börsen meddelat beslut i åtta ärenden. I två fall avslutades granskningen med att en anmärkning riktades mot bolaget. Sådan anmärkning används när en rapport har innehållit felaktigheter som bedömts vara en överträdelse mot regelverket (IFRS) och som kunnat påverka bilden av emittenten eller värderingen av de noterade instrumenten. I de två fallen har dock inte överträdelserna bedömts vara så pass allvarliga att ett överlämnande av ärendena till Disciplinnämnden varit påkallat eller att en diskussion inom EECS<sup>3</sup> varit nödvändig.

Den första anmärkningen berörde ett bolag som i årsredovisningen för 2017 inte redovisat större kunder som utgör tio procent eller mer av omsättningen i enlighet IFRS 8. Bolaget hade tre kunder som vardera utgjorde mer än tio procent av omsättningen och tillsammans utgjorde de tre kunderna 50 procent av omsättningen. Den andra anmärkningen berörde ett bolag som i halvårsrapporten för 2018 inte lämnat upplysning kring vilka värderingstekniker som använts vid värdering till verkligt värde enligt IFRS 13, trots att bolagets kortfristiga placeringar utgjorde en

---

<sup>3</sup> European Enforcers Coordination Session, ett forum av samrådsmöten där ansvariga för redovisningstillsynen i Europa träffas för att diskutera redovisningsärenden.

mycket väsentlig post i balansräkningen och värderades via nivå 2 (icke direkt observerbara marknadspriser).

I resterande sex beslut har NGM-börsen avslutat granskningen med påpekanden. Detta har skett i sådana fall där rapporten innehållit avvikelser från reglerna men där dessa består i mindre formfel eller andra avvikelser som inte bedömts ha försvårat en investerares bedömning av bolaget.

De påpekanden som lämnades rörde följande områden<sup>4</sup>. I två fall saknades information om större kunder i enlighet med IFRS 8. I två fall hade bolagen inte följt ESMA<sup>5</sup> riktlinjer för alternativa nyckeltal, vilket är ett krav för rapporter utgivna efter den 3 juli 2016. I två fall hade bolagen inte redovisat en förvärvsanalys i enlighet med IFRS 3. I två fall hade halvårsrapporten inte undertecknats och saknade en försäkran om riktigheten i rapporten av samtliga i styrelsen och vd, vilket är ett krav enligt LVPM och ÅRL. I ett fall hade bolaget inte lämnat tillräckliga upplysningar kring jämförelsestörande poster för att ge en rättvisande bild i enlighet med IAS 1. I ett fall hade bolaget inte lämnat tillräckliga upplysningar kring intäkter hänförliga till hyperinflationländer för att ge en rättvisande bild enligt IAS 1. I ett fall hade bolaget inte lämnat tillräckliga upplysningar avseende byte av uppställningsform för resultaträkningen för att följa IAS 1. I ett fall lämnades inte fullständiga upplysningar kring poster värderade till verkligt värde i balansräkningen i enlighet med IFRS 13. I ett fall saknades fullständiga upplysningar kring transaktioner med närstående enligt IAS 24. I ett fall hade bolaget redovisat ej utbetald ackumulerad utdelning för preferensaktier som skuld i balansräkningen, trots att kriterierna för finansiell skuld ej var uppfyllda enligt IAS 32. I ett fall saknades känslighetsanalys avseende ränterisken i enlighet med IFRS 7. I ett fall saknades information om intäkternas geografiska fördelning i enlighet med IFRS 8. I ett fall hade bolaget använt en diskonteringsränta i kassaflödesprognosen som inte avspeglade riskerna i den specifika tillgången i enlighet med IAS 36.

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

## 9.2 Emittenternas informationsgivning i övrigt

Övervakningen av emittenternas efterlevnad av informationsreglerna utgör en mycket viktig del av marknadsövervakningens arbete. Det handlar främst om att granska emittenternas informationshantering i syfte att tillse att informationen är korrekt, relevant och tydlig samt att den sprids på ett korrekt sätt till marknaden. Dessa regler, som återfinns i informationsregelverk, föreskrifter och lagar, syftar till att alla investerare ska kunna ha tillgång till kurspåverkande information om de noterade

---

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

<sup>5</sup> European Securities and Markets Authority, en oberoende tillsynsmyndighet som värnar om den finansiella stabiliteten inom EU samt bestämmer hur tillsynen över värdepappersföretag som har verksamhet i flera länder bör utformas.

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 2018 initierades 16 (26) formella informationsärenden rörande bolag på NGM Equity och Nordic MTF samt övriga emittenter på NDX/Nordic MTF.

I 15 (20) ärenden har NGM-börsen utdelat kritik mot bolag eller emittenter rörande händelser kring bolagens/emittenternas informationsgivning. Dessa har rört följande områden:

Tio av dessa ärenden rörde händelser i förhållande till offentliggörandet av finansiella rapporter där framförallt överträdelserna haft samband med reglerna rörande offentliggörande av årsredovisningar samt anmärkningar från bolagens revisorer i årsredovisningens revisionsberättelse.

Ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF kritiserades för att bolaget inte offentliggjorde sin årsredovisning och höll sin årsstämma inom de tidsramar som anges i Aktiebolagslagen (2005:551) 7 kap. 10 §. Bolaget offentliggjorde sedermera inte heller den försenade årsredovisningen i enlighet med punkt 4.1.5 i regelverket som gäller för ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF (Regelverket). Årsredovisningen publicerades initialt endast på bolagets hemsida och när den offentliggjordes inkluderade bolaget inte heller, i enlighet med regel 4.2.5, information i pressmeddelandet rörande den anmärkning som bolagets revisor hade lämnat i revisionsberättelsen.

Ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF kritiserades för att bolaget inte offentliggjorde sin årsredovisning i enlighet med punkt 4.2.3 i Regelverket samt för att bolaget inte offentliggjorde kommuniké från årsstämman i enlighet med punkt 4.2.7.

Ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF kritiserades för att bolaget inte offentliggjorde sin årsredovisning i enlighet med punkt 4.2.3 i Regelverket samt för att bolaget inte offentliggjorde de anmärkningar som revisorn lämnat i revisionsberättelsen i enlighet med punkt 4.2.5.

Två bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF kritiserades för att bolagen inte, i enlighet med punkt 4.2.5 i Regelverket, inkluderade information om anmärkningar som bolagens revisorer lämnat i revisionsberättelsen i det pressmeddelande som användes vid offentliggörandet av bolagens årsredovisning för år 2017.

Ett bolag vars aktier är noterade på NGM Equity kritiserades för att bolaget inte offentliggjorde sin årsredovisning inom de fyra månader som är ett krav enligt punkt 4.2.3 i regelverket för bolag på denna marknad. Bolaget kritiserades även för att det inte inkluderade anmärkningar som revisorn lämnat i revisionsberättelsen när rapporten offentliggjordes i enlighet med punkt 4.2.5.

Ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF kritiserades för att bolagets rapport för det tredje kvartalet inte innehöll all den information som krävs enligt punkt 4.2.4 i

Regelverket. Även om Regelverket inte ställer krav på att en kvartalsrapport för första och tredje kvartalet ska offentliggöras så anger Regelverket att om en sådan rapport offentliggörs och benämns kvartalsrapport skall denna rapport innehålla all information som krävs i enlighet med denna punkt.

Ett fall avsåg ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF där en finansiell rapport inte innehöll all den information som krävs enligt punkt 4.2.4 i Regelverket. Detta rörde primärt den särredovisning som ska finnas i rapporten om utvecklingen under den senaste delårsperioden (bolaget hade endast inkluderat information för hela rapportperioden).

Ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF kritiserades för att bolaget inte inkluderade revisorsrapporten när dess halvårsrapport offentliggjordes trots att revisorn granskat rapporten. Bolaget offentliggjorde senare, på uppmaning av NGM-börsen, en kompletterad rapport där revisorsrapporten inkluderades. Av denna framgick att revisorn lämnat en anmärkning rörande värderingen av bolagets immateriella tillgångar. Även om revisorn lämnat motsvarande anmärkning rörande tidigare rapporter skulle informationen om detta ha inkluderats i pressmeddelandet när rapporten offentliggjordes i enlighet med punkt 4.2.4 och 4.2.5 i Regelverket.

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

Ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF kritiserades för att bolagets offentliggörande av en företagsaffär med ett annat noterat bolag inte skedde med den samtidighet som krävs enligt punkt 4.1.5 i Regelverket. Motparten offentliggjorde information rörande affären fem minuter innan bolagets pressmeddelande offentliggjordes. Denna typ av information ska, för att följa regelverket, samordnas med motparten. Detta är av särskild vikt när informationen, såsom i det aktuella fallet, offentliggörs under pågående handel. Bolaget erhöll även kritik för att dess årsredovisning för 2017 inte offentliggjordes med ett pressmeddelande i enlighet med punkt 4.2.3 i Regelverket.

Två bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF kritiserades för att bolagen inte omedelbart informerade om att dess styrelse beslutat om att lämna ett förslag till nyemission i bolagen. Informationen offentliggjordes först i samband med bolagens kallelse till stämma men skulle, i enlighet med punkt 4.2.8 i Regelverket, ha offentliggjorts i direkt anslutning till att beslutet om att föreslå en emission hade fattats av styrelsen.

Ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF kritiserades för att bolaget vid upprepade tillfällen inte offentliggjort kallelse till bolagstämma i enlighet med punkt 4.2.8 i Regelverket. Kallelserna publicerades initialt endast i Post och Inrikes Tidning och först senare via ett pressmeddelande. Även om kallelserna inte innehöll någon ny materiell information kritiserades bolaget för det upprepade beteendet eftersom man redan vid första tillfället hade upplysts av NGM-börsen rörande Regelverkets bestämmelser.

Slutligen kritiserades ett bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF för att bolaget inte i enlighet med punkt 4.1.1 offentliggjorde ett reversavtal som bolaget träffat som

innehöll en konverteringsklausul som kunde innebära en mycket kraftig utspädning för aktieägarna. Bolaget har senare offentliggjort att reversavtalet omförhandlats och att den aktuella konverteringsklausulen tagits bort ur avtalet.

I likhet med tidigare år kan det konstateras att många av överträdelserna har rört bolag och emittenter vars aktier och värdepapper nyligen noterats på någon av NGM-börsens marknader. Många överträdelser har även haft karaktären av att bolagets rutiner inte varit tillräckligt anpassade för de krav som gäller för ett noterat bolag. Det är för bolagen viktigt att förbereda sig för den omställning det innebär att verka i en publik miljö. För att hjälpa bolagen att klara av denna övergång finns det på Nordic 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 under denna period. Bolagets Mentor har, till skillnad från de Certified Advisers som verkar på First North, 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. Åtta sådana ärenden har rapporterats under året. FI har i samtliga fall där ärendet avslutats valt att inte vidta några ytterligare åtgärder med avseende på den aktuella regelöverträdelserna.

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 31 (28) utbildningstillfällen där 138 (133) företrädare för ledningar och styrelser i de noterade bolagen har deltagit. NGM-börsen har även anordnat 2 (5) utbildningsseminarier för andra intressenter på värdepappersmarknaden.

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

Efter takeover-direktivets implementering i Sverige den 1 juli 2006, har NGM-börsen egna regler 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 kontraktbundet till börsens budregler och ett brott mot dessa kan därför tas upp i börsens Disciplinnämnd.

För bolag noterade på Nordic MTF gäller Kollegiets regler rörande offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i svenska aktiebolag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar (Nordic MTF, First North och Spotlight Stock Market).

Gällande budregelverk uppdaterades under perioden via ett sedvanligt referensgruppsförfarande inom ramen för Kollegiet för svensk bolagsstyrning som NGM-börsen deltog i. Uppdateringen föranleddes av den komplicerade budsituationen rörande Haldex AB under 2017. NGM-börsens nya budregler trädde i kraft den 1 april 2018. Huvudpunkterna i de nya reglerna är att budgivaren åläggs att så snart som möjligt återkalla erbjudandet eller söka dispens hos Aktiemarknadsnämnden om det står klart att erforderliga tillstånd inte kommer att ha erhållits inom den maximala acceptfristen om nio månader. En budgivare som återkallat ett bud av denna anledning ges nu även en möjlighet att återkomma med ett förnyat erbjudande så snart tillstånd lämnas utan att träffas av den generella regeln rörande att en budgivare tidigast får lämna ett nytt bud 12 månader efter ett återkallat erbjudande. 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. Inga uppköpserbjudanden har dock offentliggjorts till aktieägarna i bolag noterade på NGM Equity under 2018 (noll även under 2017). Inte heller på Nordic MTF har något publikt bud offentliggjorts till aktieägarna (noll även under 2017).

## **10. NGM-börsens Disciplinnämnd**

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

Disciplinnämnden har under 2018 utgjorts 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, Sigvard Heurlin, Ulf Lindgren, Anders Acebo samt Fredrik Palm.

Om börsen misstänker att en medlem, en emittent, en mäklare eller ett noterat bolag har agerat i strid med börsens regelverk kan NGM-börsen besluta att överlämna



ärendet till Disciplinnämnden. NGM-börsen utreder misstankarna och handlägger ärendet inledningsvis, men sedan är det Disciplinnämndens uppgift att fälla ett utslag, som eventuellt innehåller en sanktion. Om 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 10 000 000 kronor. Vid bestämmande av vitets storlek ska hänsyn alltid tas till överträdelsens omfattning och omständigheterna i övrigt. Är åsidosättandet mindre allvarligt eller ursäktligt, kan nämnden i stället för att ålägga vite meddela bolaget eller medlemmen en varning.

NGM-börsens Disciplinnämnd har under 2018 fattat beslut i två ärenden.

Den 4 september 2018 ålades Sensori AB, vars aktier är noterade på Nordic MTF, att betala ett vite uppgående till 100 000 kronor för brott mot NGM-börsens informationsregelverk. Överträdelserna rörde två pressmeddelanden som Bolaget offentliggjort avseende resultaten av en klinisk placebstudie som Bolaget genomfört av dess Antinitus plåster för lindring av tinnitus. Bolaget angav att ”Resultaten från en nyligen genomförd klinisk placebstudie visar på signifikanta och statistiskt säkerställda positiva effekter av plåstret Antinitus för lindring av tinnitus”. Enligt Disciplinnämndens mening uppfyllde inte dessa pressmeddelanden regelverkets krav på fullständighet, korrekthet och relevans, vilket innebär att den information som lämnades till intressenterna på värdepappersmarknaden inte var tillräckligt utförlig.

Den 16 oktober 2018 ålades TopRight Nordic AB, vars aktier är noterade på Nordic MTF, att betala ett vite uppgående till 100 000 kronor för överträdelser mot NGM-börsens informationsregelverk. Överträdelserna rörde flera olika händelser, däribland en utebliven justering av den prognos som lämnades i Bolagets informationsmemorandum inför noteringen på Nordic MTF. Det var för Disciplinnämnden tydligt att Bolaget borde ha insett att omsättningsprognosen för 2017 inte hade uppnåtts långt före den tidpunkt då informationen faktiskt offentliggjordes. Avvikelsen från prognosen var dessutom så kraftig att den sannolikt skulle ha haft en väsentlig inverkan på priset på Bolagets aktier. Enligt Disciplinnämndens mening skulle således informationen om att Bolagets omsättningsprognos för 2017 inte hade uppnåtts ha offentliggjorts till marknaden i enlighet med punkten 4.2.6 i Regelverket. För information om resterande överträdelser, se det kompletta avgörandet.

Besluten i dess helhet finns att läsa på NGM-börsens hemsida [www.ngm.se/marknadsovervakning-2/](http://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](mailto:markus.ramstrom@ngm.se)