

2024-06-18

## Beslut

Nasdaq Stockholm Aktiebolag  
genom styrelsens ordförande  
105 78 Stockholm

FI dnr 23-25934  
FI dnr 23-32698



**Finansinspektionen**  
Box 7821  
SE-103 97 Stockholm  
[Brunnsgatan 3]  
Tel +46 8 408 980 00  
finansinspektionen@fi.se  
www.fi.se

## Anmärkning och sanktionsavgift

Finansinspektionens beslut (att meddelas den 19 juni  
2024 kl. 8.00)

1. Finansinspektionen ger Nasdaq Stockholm Aktiebolag (556420-8394) en anmärkning.

*(25 kap. 1 § lagen [2007:528] om värdepappersmarknaden)*

2. Nasdaq Stockholm Aktiebolag ska betala en sanktionsavgift på 100 000 000 kronor.

*(25 kap. 8 § lagen om värdepappersmarknaden)*

Hur man överklagar, *se bilaga.*

## Sammanfattning

Nasdaq Stockholm Aktiebolag (Nasdaq Stockholm eller börsen) är en börs, det vill säga ett företag som har tillstånd att driva en reglerad marknad enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (LV).

Finansinspektionen har undersökt om Nasdaq Stockholm i samband med fyra större bolagshändelser under 2021 och 2022 uppfyllde sina skyldigheter att upprätthålla effektiva arrangemang, system och förfaranden i sin handelsövervakning samt att rapportera misstänkt insiderhandel till inspektionen enligt artikel 16.1 i EU:s marknadsmissbruksförordning<sup>1</sup> (Mar) och 13 kap. 7 § LV.

---

<sup>1</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG.

Finansinspektionen har även undersökt om Nasdaq Stockholm vid två tillfällen under 2022 och 2023 inledde handel med finansiella instrument på Nasdaq Stockholms reglerade marknad i strid med 13 kap. 3 § LV, eftersom Finansinspektionen inte hade godkänt och registrerat prospekt för instrumenten.

Undersökningarna visar att det i samband med de fyra bolagshändelserna har funnits brister i hur Nasdaq Stockholm har bedrivit den handelsövervakning som ska förhindra, upptäcka och rapportera insiderhandel. I undersökningarna framkommer också att Nasdaq Stockholm har inlett handel med finansiella instrument i strid med regelverket vid två tillfällen. Nasdaq Stockholm har härigenom åsidosatt sina skyldigheter enligt artikel 16.1 i Mar samt 13 kap. 3 och 7 §§ LV.

Finansinspektionen bedömer att överträdelserna har varit sådana att det finns skäl att ingripa mot Nasdaq Stockholm. De är dock inte så allvarliga att det finns skäl att återkalla börsens tillstånd eller ge börsen en varning. Inspektionen ger därför Nasdaq Stockholm en anmärkning i förening med en sanktionsavgift på 100 miljoner kronor.

# 1 Bakgrund

## 1.1 Om Nasdaq Stockholm Aktiebolag och dess verksamhet

Nasdaq Stockholm Aktiebolag (Nasdaq Stockholm eller börsen) är en börs, det vill säga ett företag som har tillstånd att driva en reglerad marknad enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (LV). Nasdaq Stockholm har även tillstånd enligt samma lag att driva en multilateral handelsplattform (MTF-plattform).

Nasdaq Stockholm driver en reglerad marknad benämnd Nasdaq Stockholm (Nasdaqs reglerade marknad) och en MTF-plattform benämnd Nasdaq First North Sweden. Omkring 350 bolag har finansiella instrument upptagna till handel på Nasdaqs reglerade marknad, och cirka 400 bolags finansiella instrument handlas på Nasdaq First North Sweden. På den reglerade marknaden handlas, förutom aktier, bland annat derivat, konvertibler och obligationer.

Nasdaq Stockholms senast fastställda årsredovisning avser räkenskapsåret 2023. Av årsredovisningen framgår att börsen hade en omsättning på 2 103 miljoner kronor och 180 anställda.

Nasdaq Stockholm ingår i Nasdaqkoncernen, som är en internationell koncern med verksamhet i bland annat USA, Norden och Baltikum. Koncernen hade 2023 en omsättning på 41 337 miljoner kronor.<sup>2</sup>

## 1.2 Ärendena

Finansinspektionen behandlar i detta beslut två undersökningar som inspektionen har gjort av Nasdaq Stockholm (undersökningarna).

### 1.2.1 Övervakning och rapportering av misstänkt insiderhandel

Finansinspektionen uppmärksammade under hösten 2021 och våren 2022 i sin löpande tillsyn att misstänkt insiderhandel hade skett i samband med fyra större bolagshändelser i bolag, vars aktier var upptagna till handel på Nasdaqs reglerade marknad (transaktionerna). Eftersom Nasdaq Stockholm inte hade rapporterat transaktionerna som misstänkta till Finansinspektionen inledde inspektionen i september 2023 en undersökning av om börsen hade åsidosatt sin skyldighet att rapportera misstänkt marknadsmissbruk i enlighet med artikel 16.1 andra stycket i EU:s marknadsmissbruksförordning<sup>3</sup> (Mar) (ärende FI dnr 23-

<sup>2</sup> Relevant årsgenomsnittlig respektive årsavslutande USD/SEK-valutakurser från Riksbanken har använts för att konvertera koncernens resultaträknings- respektive balansräkningsposter till svenska kronor.

<sup>3</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets

25934). I oktober 2023 utvidgades undersökningen till att även omfatta frågan om huruvida börsen – mot bakgrund av den uteblivna rapporteringen – också hade åsidosatt skyldigheten, enligt artikel 16.1 första stycket i Mar, att inrätta och upprätthålla sådana effektiva arrangemang, system och förfaranden som syftar till att förhindra och upptäcka insiderhandel, marknadsmanipulation samt försök till insiderhandel och marknadsmanipulation.

Nasdaq Stockholm har fått tillfälle att yttra sig över Finansinspektionens preliminära bedömningar om att börsen åsidosatt sina skyldigheter enligt såväl artikel 16.1 i Mar som motsvarande bestämmelser i 13 kap. 7 § LV. Nasdaq Stockholm yttrade sig den 8 mars 2024.

Nasdaq Stockholm har, inom ramen för undersökningen, lämnat in avslutslistor för handeln i de aktuella bolagen. Finansinspektionen har analyserat dessa tillsammans med bland annat inrapporterade transaktionsdata.<sup>4</sup>

### 1.2.2 Förutsättningar för upptagande till handel

Finansinspektionen uppmärksammades den 20 september 2023 på att Nasdaq Stockholm hade tagit upp obligationer till handel på Nasdaqs reglerade marknad, utan att det fanns ett godkänt och registrerat prospekt hos Finansinspektionen och utan att prospektet hade offentliggjorts enligt prospektförordningen<sup>5</sup>. Mot bakgrund av detta inledde Finansinspektionen i november 2023 en undersökning av om Nasdaq Stockholm hade åsidosatt sina skyldigheter enligt 13 kap. 3 § LV (ärende FI dnr 23-32698).

Den 19 december 2023 informerade Nasdaq Stockholm inspektionen om ytterligare en händelse som kunde innebära en överträdelse av 13 kap. 3 § LV. Till följd av detta beslutade Finansinspektionen att utvidga undersökningen till att omfatta även denna händelse.

Nasdaq Stockholm har fått tillfälle att yttra sig över Finansinspektionens preliminära bedömning att börsen har åsidosatt bestämmelsen i 13 kap. 3 § LV vid de två tillfällena. Nasdaq Stockholm yttrade sig den 12 april 2024.

---

och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG.

<sup>4</sup> Värdepappersföretag och banker har en rapporteringsskyldighet när de genomför transaktioner i finansiella instrument som är upptagna till handel på en handelsplats, eller derivat där underliggande instrument är upptagna till handel på en handelsplats.

<sup>5</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 av den 14 juni 2017 om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av direktiv 2003/71/EG.

## 2 Finansinspektionens iakttagelser och bedömningar

### 2.1 Övervakning och rapportering av misstänkt insiderhandel

#### 2.1.1 Inledning

Finansinspektionen behandlar i detta avsnitt Nasdaq Stockholms handelsövervakning och rapportering av misstänkt insiderhandel i samband med fyra större bolagshändelser om offentliga uppköpserbudanden och sammanslagningar, som ägde rum under 2021 och 2022. De berörda bolagen är ICA Gruppen Aktiebolag (ICA), Lundin Energy AB (Lundin Energy), Swedish Match AB (Swedish Match) och Haldex Aktiebolag (Haldex), som alla hade sina aktier upptagna till handel på Nasdaqs reglerade marknad vid tidpunkten för respektive bolagshändelse.

Inför varje bolagshändelse fick Nasdaq Stockholm förhandsinformation om att förhållanden som kan antas vara av extraordinär betydelse skulle offentliggöras. Från den tidpunkten fram till offentliggörandet av information om händelsen, köpte aktörer med anknytning till emittenten (i fallet ICA) eller Nasdaq Stockholms handelsövervakning (vid samtliga fyra bolagshändelser) en större volym aktier i det aktuella bolaget. I de flesta fall tillhörde aktörerna de fysiska personer som nettoköpte flest aktier i respektive bolag under perioden mellan förhandsinformationen och offentliggörandet, och under samma period sålde de inte några sådana aktier. I samtliga fall står det klart att aktörerna avvek från sitt vanliga handelsmönster när de köpte aktierna. Nasdaq Stockholm har inte underrett Finansinspektionen om några misstankar om insiderhandel i samband med att dessa aktier köptes.

Finansinspektionen ska ta ställning till om Nasdaq Stockholm i samband med de fyra bolagshändelserna har uppfyllt kraven i regelverket på att ha en effektiv handelsövervakning och att anmäla misstänkt insiderhandel till inspektionen.

#### 2.1.2 Rättsliga utgångspunkter

Bestämmelser om vilka krav som ställs på en börs handelsövervakning och rapportering av misstänkt marknadsmissbruk finns i Mar, kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/957<sup>6</sup> (den delegerade förordningen) och LV.

---

<sup>6</sup> Kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/957 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn avseende lämpliga arrangemang, system och förfaranden samt anmälningssmallar som ska användas för att förebygga, upptäcka och rapportera marknadsmissbruk eller misstänkta handelsorder eller transaktioner.

### *EU:s marknadsmissbruksförordning*

Enligt artikel 16.1 första stycket i Mar ska marknadsoperatörer och värdepappersföretag som driver en handelsplats inrätta och upprätthålla effektiva arrangemang, system och förfaranden som syftar till att förhindra och upptäcka insiderhandel, marknadsmanipulation och försök till insiderhandel och marknadsmanipulation, i enlighet med artiklarna 31 och 54 i Mifid 2-direktivet<sup>7</sup>.

Enligt artikel 16.1 andra stycket i Mar ska personer som avses i första stycket utan dröjsmål underrätta den behöriga myndigheten för handelsplatsen om handelsorder och transaktioner, inklusive återkallelser eller ändringar av handelsorder, som kan utgöra insiderhandel, marknadsmanipulation eller försök till insiderhandel eller marknadsmanipulation.

### *Den delegerade förordningen*

I den delegerade förordningen finns bestämmelser som kompletterar Mar.

Enligt artikel 2.3 och 2.4 ska arrangemangen, systemen och förfarandena garantera effektiv och kontinuerlig övervakning av alla handelsorder som tas emot och av alla transaktioner som utförs, i syfte att förebygga, upptäcka och identifiera insiderhandel, oberoende av i vilken egenskap handelsordern läggs eller transaktionen utförs och vilka kunder som berörs.

I artikel 2.5 första stycket a anges att marknadsoperatörer och värdepappersföretag som driver en handelsplats ska se till att de arrangemang, system och förfaranden som avses i artikel 2.3 är lämpliga och proportionerliga i förhållande till omfattningen av, storleken på och egenskaperna hos den affärsverksamhet som de bedriver.

Enligt artikel 3.1 ska sådana arrangemang, system och förfaranden

- a) möjliggöra en enskild och jämförande analys av varje transaktion som har utförts och av varje handelsorder som har lagts, ändrats, återkallats eller avslagits inom handelsplatsens system, och, i fråga om personer som yrkesmässigt arrangerar eller utför transaktioner, även utanför en handelsplats,
- b) ge upphov till varningar genom vilka det anges att det förekommer verksamheter som kräver ytterligare analys i syfte att upptäcka möjlig insiderhandel eller marknadsmanipulation eller försök till insiderhandel eller marknadsmanipulation,
- c) omfatta hela det spektrum av handelsverksamheter som de berörda personerna bedriver.

---

<sup>7</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU.

Enligt artikel 3.4 ska marknadsoperatörer och värdepappersföretag som driver en handelsplats införa och upprätthålla arrangemang och förfaranden för att säkerställa en lämplig nivå i fråga om analyser som utförs av människor inom övervakning, upptäckt och identifiering av transaktioner och handelsorder som skulle kunna utgöra insiderhandel.

Marknadsoperatörer och värdepappersföretag som driver en handelsplats ska vidare, enligt artikel 5, inrätta och upprätthålla effektiva arrangemang, system och förfaranden med hjälp av vilka de, beträffande inlämning av en rapport avseende misstänkta transaktioner och handelsorder, kan bedöma huruvida en handelsorder eller transaktion skulle kunna utgöra insiderhandel.

I artikel 6.1 finns bestämmelser om att effektiva arrangemang, system och förfaranden ska möjliggöra rapportering av misstänkta transaktioner och handelsorder utan dröjsmål när en rimlig misstanke om faktisk insiderhandel eller marknadsmanipulation eller försök därtill väl uppstår.

#### *Lagen om värdepappersmarknaden*

I 13 kap. 7 § LV anges att en börs ska övervaka handeln och kursbildningen vid en reglerad marknad som den driver och se till att handeln sker i överensstämmelse med LV och andra författningar och god sed på värdepappersmarknaden. Börsen ska omedelbart underrätta Finansinspektionen om bland annat beteenden som kan tyda på överträdelser av Mar.

#### 2.1.3 Närmare om de fyra bolagshändelserna

Som redovisats fick Nasdaq Stockholm inför bolagshändelser i ICA, Lundin Energy, Swedish Match och Haldex förhandsinformation om att förhållanden som kunde antas vara av extraordinär betydelse skulle offentliggöras. När information lämnas om bolagshändelser av detta slag finns typiskt sett en ökad risk för insiderhandel, eftersom aktörer som har insiderinformation om händelserna kan utnyttja informationen för egen eller annans vinning.

Finansinspektionen har valt att analysera den handel som har ägt rum i respektive bolags aktier från det att Nasdaq Stockholm fick förhandsinformation till dess informationen om bolagshändelsen offentliggjordes. I analysen ingår endast avslut som har skett på Nasdaqs reglerade marknad. Transaktioner som har skett till följd av routade order, via systematiska internhandlare eller som direkt har utförts på andra handelsplatser eller helt utanför handelsplatser ingår inte i analysen. Inspektionens analys omfattar således inte någon annan information än den som Nasdaq Stockholm har haft tillgång till i sin övervakning av handeln.

Nedan följer en redogörelse för respektive bolagshändelse. Frågan om det fanns misstänkta transaktioner som Nasdaq Stockholm var skyldig att anmäla till Finansinspektionen uppkommer i vart och ett av fallen.

## *ICA*

Den 10 november 2021, klockan 7.00, offentliggjordes att två aktörer hade lämnat ett rekommenderat offentligt uppköpserbjudande om att förvärva samtliga aktier i ICA för 534 kronor kontant per aktie. Samma dag öppnade handeln i aktien på 533 kronor, vilket var en uppgång på cirka 10,9 procent jämfört med stängningspriset föregående handelsdag. Nasdaq Stockholm hade den 22 oktober 2021 fått förhandsinformation från budgivarna om att de avsåg att lämna ett bud på ICA. Av förhandsinformationen framgick bland annat att ett budbrev skulle ställas till styrelseordföranden i ICA under kvällen den 22 oktober 2021 och att offentliggörandet av budet var planerat att ske någon gång under perioden den 10–15 november 2021. Budet på ICA var det största budet på den svenska marknaden 2021. Enligt den insiderförteckning som upprättades hos budgivarna uppstod insiderinformationen om budet den 14 september 2021.

Ett inlägg på en finansnyhetssajt publicerades den 25 oktober klockan 09.08. I inlägget spekulerades det om att ICA var föremål för ett uppköp eller en sammanslagning. Informationen, som i inlägget beskrevs som endast rykten och som inte i sin helhet stämde överens med alla detaljer i förhandsinformationen, fick aktiepriset att stiga med cirka 3 procent.

Nasdaq Stockholm lämnade den 17 november 2021 in en anmälan till Finansinspektionen om misstänkt insiderhandel i samband med budet på ICA. I anmälan redogjorde börsen uteslutande för transaktioner i aktiederivat med ICA:s aktie som underliggande tillgång, och det fanns inga slutkunder identifierade. Av anmälan framgår att det enligt börsens uppfattning endast var handel som utfördes före den 25 oktober 2021 som gav börsen skäl att misstänka insiderhandel. Denna avgränsning gjordes enligt anmälan med hänvisning till inlägget på finansnyhetssajten den 25 oktober 2021.

Finansinspektionen har med hjälp av inrapporterade transaktionsdata analyserat handeln som skedde på Nasdaqs reglerade marknad i ICA:s aktie under perioden den 22 oktober–9 november 2021. Analysen resulterade i att inspektionen identifierade tio aktörer, med koppling till antingen ICA eller Nasdaq Stockholms handelsövervakning, som var och en köpte en större volym aktier under perioden utan att sälja några aktier. Samtliga tio aktörer avvek från sina tidigare respektive handelsmönster.

Enligt börsens avslutslistor utfördes totalt 79 851 transaktioner i ICA:s aktie under den aktuella perioden. Samtliga transaktioner som de tio aktörerna gjorde finns med i dessa avslutslistor.

## *Lundin Energy*

Lundin Energy offentliggjorde den 21 december 2021 klockan 15.31 att bolaget hade ingått ett avtal om sammanslagning med ett annat bolag. Inför offentlig-



görandet hade börsen klockan 15.20 beslutat att stoppa handeln i aktien och relaterade finansiella instrument. Det senaste avslutet i aktien före handelsstoppet var på 366,70 kronor, och vid handelsdagens slut stängde aktien på 374,90 kronor. Kursuppgången var cirka 2,24 procent från offentliggörandet av sammanslagningen och cirka 2,54 procent jämfört med öppningskursen samma handelsdag. Nasdaq Stockholm hade morgonen innan, den 20 december 2021, mottagit förhandsinformation från Lundin Energy med anledning av den föreslagna sammanslagningen. Lundin Energy upprättade en insiderförteckning den 10 december 2021 med anledning av diskussionerna om sammanslagningen.

Börsen har inte identifierat och anmält några handelsorder eller transaktioner som hade kunnat utgöra insiderhandel eller försök till insiderhandel i Lundin Energy aktie i samband med offentliggörandet av sammanslagningen.

Finansinspektionen har med hjälp av inrapporterade transaktionsdata analyserat den handel som utfördes i Lundin Energys aktie under perioden den 20 december 2021–21 december 2021 klockan 15.20. Genom analysen identifierade inspektionen två aktörer med koppling till Nasdaq Stockholms handelsövervakning som var och en under perioden köpte en större volym Lundin Energy-aktier utan att sälja några aktier. Aktörerna avvek från sina tidigare respektive handelsmönster.

Enligt börsens avslutslistor utfördes totalt 8 753 transaktioner i Lundin Energys aktie under den aktuella perioden. Samtliga transaktioner av de två aktörerna finns med i dessa avslutslistor.

### *Swedish Match*

Swedish Match offentliggjorde den 9 maj 2022 klockan 18.20 att diskussioner pågick med ett annat bolag om ett möjligt offentligt uppköpserbjudande. Dagen därpå öppnade handeln i aktien på 95 kronor, vilket innebar en uppgång på cirka 24,9 procent jämfört med stängningspriset den 9 maj 2022. Den 11 maj 2022 offentliggjorde Swedish Match ett pressmeddelande där bolaget bekräftade att ett kontantbud på 106 kronor per aktie hade kommit in samt att styrelsen rekommenderade aktieägarna att acceptera budet. Nasdaq Stockholm hade den 22 april 2022 fått förhandsinformation om det förestående budet. Budet på Swedish Match var det största på den svenska marknaden under 2022. Swedish Match upprättade en insiderförteckning med anledning av budet den 7 april 2022.

Nasdaq Stockholm lämnade den 25 maj 2022 in en anmälan till Finansinspektionen om misstänkt insiderhandel i samband med uppköpserbjudandet. I anmälan redogjorde börsen för transaktioner i optioner med en identifierad slutkund. Den handeln bedömde Finansinspektionen dock inte som misstänkt mot bakgrund av kundens historiska handelsmönster. Anmälan avsåg även handel med aktier, men i denna del var endast institutionella slutkunder

identifierade och någon misstanke kunde inte visas. Finansinspektionen vidtog därför inte några åtgärder med anledning av anmälan.

Finansinspektionen har med hjälp av inrapporterade transaktionsdata analyserat den handel som skedde i Swedish Matchs aktie under perioden den 22 april–10 maj 2022. Analysen resulterade i att Finansinspektionen identifierade sju aktörer med koppling till Nasdaq Stockholms handelsövervakning, som under perioden var och en köpte en större volym aktier i Swedish Match utan att sälja några aktier. Samtliga aktörer avvek från sina tidigare respektive handelsmönster.

Enligt börsens avslutslistor utfördes totalt 113 730 transaktioner i Swedish Matchs aktie under den aktuella perioden. Samtliga transaktioner av de sju aktörerna i aktien finns med i dessa avslutslistor.

#### *Haldex*

Haldex offentliggjorde den 8 juni 2022 klockan 07.15 att bolaget hade fått ett kontantbud på 66 kronor per aktie från ett annat bolag och att styrelsen rekommenderade aktieägarna att acceptera detta bud. Handeln i aktien öppnade på 64,30 kronor, vilket innebar en uppgång på cirka 42,7 procent jämfört med stängningspriset handelsdagen innan. Nasdaq Stockholm hade den 14 april 2022 fått förhandsinformation från Haldex om det förestående budet. Haldex upprättade en insiderförteckning med anledning av budet den 14 april 2022.

Nasdaq Stockholm lämnade den 20 juni 2022 in en anmälan till Finansinspektionen om misstänkt insiderhandel med anledning av budet i Haldex. Denna anmälan uppmärksammade kontoreferenser hos två utländska företag som hade köpt större volymer i Haldex-aktien under perioden den 1–3 respektive 2–7 juni 2022. Anmälan baserades på handelsmönster och det fanns inga slutkunder identifierade. Börsen har inte anmält ytterligare transaktioner som hade kunnat utgöra insiderhandel eller försök till insiderhandel i Haldex aktie till och med den 7 juni 2022.

Finansinspektionen har med hjälp av inrapporterade transaktionsdata analyserat den handel som utfördes i Haldex aktie under perioden den 14 april–7 juni 2022. Analysen resulterade i att Finansinspektionen identifierade tre aktörer med koppling till Nasdaq Stockholms handelsövervakning som under den relevanta perioden var och en köpte en större volym aktier utan att sälja några. Samtliga tre aktörer avvek från sina tidigare respektive handelsmönster.

Enligt börsens avslutslistor utfördes totalt 14 354 transaktioner i Haldex aktie under den aktuella perioden. Samtliga transaktioner i aktien av de tre aktörerna finns med i avslutslistorna från börsen.

### *Avslutande anmärkningar*

Två aktörer med koppling till Nasdaq Stockholms handelsövervakning återkommer vid samtliga bolagshändelser som beskrivs ovan. Ytterligare några personer med koppling till handelsövervakningen återkommer i två eller tre av händelserna som beskrivs ovan.

#### 2.1.4 Nasdaq Stockholms inställning

Enligt Nasdaq Stockholm har börsens analys av handeln och rapporteringen till Finansinspektionen skett i enlighet med regelverket och börsen har också gjort vad som rimligen kan krävas för att förebygga och upptäcka misstänkt insiderhandel. Nasdaq Stockholm påpekar att en förutsättning för att en anmälan borde ha gjorts till inspektionen är att börsen hade en rimlig misstanke om insiderhandel eller försök därtill. De aktuella transaktionerna gav inte, och borde inte heller ha gett, upphov till rimlig misstanke om insiderhandel vid de relevanta tidpunkterna med beaktande av den information som börsen hade tillgång till vid respektive tidpunkt, både internt som en del av driften av handelsplatsen och som var allmänt tillgänglig.

Nasdaq Stockholm framhåller att transaktionerna kan framstå som misstänkt insiderhandel med hänsyn till vad som numera är känt, men menar att den slutsatsen inte kan läggas till grund för bedömningen av om börsen har följt regelverket.

Nasdaq Stockholm framhåller att börsens granskning och rapportering grundar sig på bland annat väl etablerade, och i författning angivna, kriterier för att identifiera misstänkt insiderhandel. I kommissionens delegerade förordning (EU) 2017/565<sup>8</sup> omnämns specifikt normala handelsmönster för finansiella instrument som har tagits upp till handel på handelsplatsen (i kontrast till enskilda slutkunders handelsmönster). Vid denna bedömning beaktas avvikelser från normala handelsmönster för finansiella instrument som har tagits upp till handel eller som handlas på handelsplatsen samt den information som börsen i övrigt har tillgång till. Informationen ligger sedan till grund för ytterligare analys, exempelvis för att utreda eventuella personkopplingar och om det kan misstänkas att den som har utfört transaktionerna kan ha haft tillgång till insiderinformation grundad på de transaktioner som har identifierats som misstänkta. Transaktioner rapporteras till Finansinspektionen när en rimlig misstanke om faktisk insiderhandel eller försök därtill väl uppstår hos handelsövervakningen, det vill säga misstanken kan anses ha nått en viss nivå, i enlighet med artikel 6.1 i kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/957.

---

<sup>8</sup> Kommissionens delegerade förordning (EU) 2017/565 av den 25 april 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU vad gäller organisatoriska krav och villkor för verksamheten i värdepappersföretag, och definitioner för tillämpning av det direktivet.

Nasdaq Stockholm påpekar att när börsen får förhandsinformation är det primärt den faktiska handeln i aktien som börsen bevakar mer noggrant, inte en specifik personkrets, eftersom börsen inte kan identifiera alla som potentiellt skulle kunna ha tillgång till insiderinformation om ett bolag. I de aktuella fallen möjliggjorde den förhandsinformation som Nasdaq Stockholm hade tillgång till inte heller för börsen att göra de personkopplingar som Finansinspektionen har gjort.

Med hänsyn till handelsmönstren i de aktuella aktierna, och till vad som var känt om handeln vid den tidpunkten, kunde det inte krävas att eventuella personkopplingar och eventuell tillgång till insiderinformation skulle utredas närmare. Enligt börsen hade transaktionerna som genomfördes av personen med tydlig koppling till börsens handelsövervakning inte någon effekt på pris eller volym på ett sätt som avvek från den statistiskt förväntade nivån. De stod inte heller för en stor andel av den totala handelsvolymen under respektive period. Vidare genomfördes transaktionerna under perioder då det förekom rykten och spekulationer på marknaden, vilket gjorde det svårt att avgöra om transaktionerna avvek från handeln som helhet i de relevanta aktierna.

Enligt Nasdaq Stockholm är det endast när börsen får anledning att närmare granska ett visst konto som den går vidare och bland annat analyserar om en aktörs handelsbeteende i ett instrument är avvikande jämfört med historiska transaktioner i samma finansiella instrument, eller om en aktörs handelsbeteende i ett instrument är ovanligt jämfört med transaktioner i andra finansiella instrument. Detta är en naturlig konsekvens av hur handelsövervakningen är utformad enligt tillämpliga regelverk samt att tekniska system kombineras med mänskliga analyser. Det är också en praktisk nödvändighet mot bakgrund av att det genomförs i genomsnitt 550 000–590 000 aktietransaktioner varje handelsdag på börsens handelsplatser. Enligt börsen har inte samtliga aktörer som har utfört de aktuella transaktionerna avvikit kraftigt från sina tidigare respektive handelsmönster.

### 2.1.5 Finansinspektionens bedömning

#### *Transaktionerna utgör misstänkt insiderhandel*

De aktuella transaktionerna gjordes av aktörer med anknytning till ICA respektive Nasdaq Stockholms handelsövervakning i samband med större bolagshändelser. Det rör sig om köp av större volymer aktier i bolagen under perioderna mellan förhandsinformationen och offentliggörandet av bolagshändelserna. Aktörerna sålde inga aktier i bolagen under perioden. Samtliga aktörer avvek vid transaktionerna från sitt tidigare handelsmönster, i flera fall väsentligt.

Med hänvisning till det nu anförda konstaterar Finansinspektionen att transaktionerna ger upphov till misstankar om insiderhandel. Frågan är därmed

om omständigheterna även är sådana att det är något som Nasdaq Stockholm borde ha upptäckt vid sin övervakning.

*De misstänkta transaktionerna borde ha upptäckts*

Som framgått har Finansinspektionen analyserat handeln i bolagens aktier under en begränsad period inför offentliggörandet av respektive bolagshändelse. Inspektionen har inte bara analyserat handelsmönster i aktierna, utan även enskilda aktörers handel. Inspektionen har vid denna analys identifierat de största nettoköparna bland fysiska personer och de aktörer som har gjort förhållandevis stora köp utan att sälja några aktier i bolaget under perioden. Aktörernas handel har jämförts med deras historiska handelsmönster. När Finansinspektionen har funnit anledning att utöka analysen mot bakgrund av vad som har framkommit har inspektionen gjort sökningar efter person- och bolagskopplingar till informationen om respektive bolagshändelse.

Nasdaq Stockholm har analyserat handelsmönster men anser inte att börsen har varit skyldig att analysera handeln även på individnivå vid de aktuella bolagshändelserna och har inte heller gjort det.

Inledningsvis kan konstateras att Nasdaq Stockholm hade fått förhandsinformation om de fyra bolagshändelserna. Från den tidpunkt då Nasdaq Stockholm mottog informationen hade börsen kännedom om att det fanns insiderinformation kopplad till respektive bolag som med största sannolikhet hade stor kurspåverkan. Det fanns därför en risk för insiderhandel som borde ha motiverat till en ingående granskning. Förhandsinformationen gav dessutom börsen förutsättningar och anledning att granska handeln i de aktuella aktierna även innan informationen offentliggjordes. Som framgår av Nasdaq Stockholms eget regelverk för emittenter<sup>9</sup> är också syftet med förhandsinformationen att börsen ska kunna analysera handeln och vidta nödvändiga åtgärder.

Finansinspektionen konstaterar därmed att förhandsinformationen motiverade särskilda åtgärder sett till att det fanns en förhöjd risk för insiderhandel. Däremot har inte förhandsinformationen i sig utgjort underlag för att utreda enskilda aktörers handel.

Vid bedömningen av om det har funnits skäl att utreda enskilda aktörers handel konstaterar inspektionen att Nasdaq Stockholm invänder att börsen gör en närmare utredning bara om det finns skäl för det. Enligt börsen är detta en praktisk nödvändighet mot bakgrund av det stora antalet aktietransaktioner som genomförs varje handelsdag på börsens handelsplatser.

---

<sup>9</sup> Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares – Regelverk för aktieemittenter på huvudmarknaden, i dess lydelse från den 1 februari 2021.

Finansinspektionen konstaterar att artikel 2.3 och 2.4 i den delegerade förordningen anger att börsens system ska garantera en effektiv och kontinuerlig övervakning av alla transaktioner som utförs, oberoende av vilka kunder som berörs. Enligt artikel 2.5 första stycket a i den delegerade förordningen ska systemen vara lämpliga och proportionerliga i förhållande till omfattningen av, storleken på och egenskaperna hos den verksamhet som bedrivs.

Nasdaq Stockholm driver den största handelsplatsen i Sverige, vilket med nödvändighet ställer höga krav på börsens system för övervakning. Att Nasdaq Stockholm har en omfattande handel på de handelsplatser som börsen driver, innebär alltså inte att kraven på övervakningen ställs lägre utan att organisationen för övervakning måste anpassas till storleken på verksamheten. Av betydelse är dessutom att det här är fråga om transaktioner i stora emittenters aktier under perioder med tillgänglig förhandsinformation om förestående uppköp eller sammanslagningar. För att Nasdaq Stockholm ska leva upp till de angivna kraven i regelverket måste börsens handelsövervakning vara anpassad för att kunna hantera och analysera handeln särskilt noga när sådan information finns. I annat fall fyller inte förhandsinformationen någon faktisk funktion i övervakningen.

För att Nasdaq Stockholm ska kunna upptäcka misstänkt insiderhandel vid större bolagshändelser i den utsträckning som regelverket kräver behöver börsen alltså även analysera enskilda aktörers handel. Om granskningen begränsar sig till att enbart avse handelsmönster för en aktie är risken överhängande att endast en mycket omfattande handel, som avviker rent statistiskt i volym, prispåverkan eller andel av den totala omsättningen i aktien under perioden, skulle generera misstankar. Under sådana förhållanden skulle insiderhandel kunna undgå upptäckt exempelvis genom att den utförs med många små transaktioner över en längre tid. I större emittenter, där stora handelsvolymerna förekommer, skulle även omfattande insiderhandel kunna gömma sig utan möjlighet till upptäckt.

Vilka enskilda aktörers handel som ska analyseras måste avgöras från fall till fall. Enligt Finansinspektionens uppfattning måste dock analysen som utgångspunkt åtminstone omfatta de största nettoköparna bland fysiska personer samt aktörer som har gjort förhållandevis stora köp före offentliggörandet utan att sälja några aktier i de aktuella bolagen under samma period. Sådana förhållanden är nämligen indikationer på insiderhandel vid förväntad prisuppgång. En fördjupad analys behövs också, bland annat utifrån de utvalda individernas historiska handelsmönster. Om analysen ger fortsatt anledning till misstanke behöver den kompletteras med sökningar efter person- och bolagskopplingar till insiderinformationen för att misstänkt insiderhandel ska kunna upptäckas.

Finansinspektionen konstaterar att merparten av de aktörer som utförde transaktionerna var bland de största fysiska nettoköparna i samband med någon eller flera av bolagshändelserna. De sålde inte heller några aktier i de aktuella bolagen under de perioder som har granskats. Enligt Finansinspektionen skulle börsen

alltså vid sin analys av handeln ha uppmärksammat dessa aktörer och genomfört en djupare analys av respektive aktörs handel.

Finansinspektionens analys av aktörernas handel visar också att samtliga avvek från sina tidigare respektive handelsmönster. I vissa fall var avvikelserna markanta. I flera fall handlar det om aktörer som normalt inte handlar med aktier på Nasdaq's reglerade marknad eller som inte tidigare hade utfört transaktioner i det aktuella bolaget. Om Nasdaq Stockholm hade gjort en motsvarande analys av aktörernas handel är det uppenbart att det skulle ha genererat misstankar om insiderhandel hos börsen och lett till ytterligare granskning i form av sökningar efter kopplingar till personer som kan antas ha insiderrinformation.

Det finns vid bedömningen skäl att särskilt framhålla att Finansinspektionen med lätthet kunde hitta de kopplingar som finns mellan de handlande aktörerna och ICA respektive Nasdaq Stockholms handelsövervakning. I fallet ICA var de flesta av de aktörer som handlade själva ICA-handlare; kopplingen till ICA var därför uppenbar. Kopplingen till handelsövervakningen kunde också med lätthet identifieras, framför allt genom att aktören som själv och genom sitt bolag handlade vid samtliga undersökta tillfällen hade en nära koppling till en medarbetare på handelsövervakningen. Finansinspektionen anser därför att även Nasdaq Stockholm borde ha kunnat identifiera personkopplingarna. Nasdaq Stockholms invändning om att börsen inte rimligen hade kunnat ha, eller kunnat skaffa sig, kännedom om personkopplingarna framstår därför som svårbegriplig.

Det nu anförda innebär sammanfattningsvis att Nasdaq Stockholm borde ha upptäckt de misstänkta transaktionerna.

*Övervakningen har inte varit effektiv*

Enligt Mar och LV är Nasdaq Stockholm skyldig att inrätta och upprätthålla effektiva arrangemang, system och förfaranden som syftar till att förhindra och upptäcka bland annat insiderhandel och försök till insiderhandel. Dessa arrangemang, system och förfaranden ska enligt den delegerade förordningen garantera en effektiv och kontinuerlig övervakning av alla handelsorder som tas emot och av alla transaktioner som utförs, i syfte att förebygga, upptäcka och identifiera insiderhandel. De ska också möjliggöra en enskild och jämförande analys av varje transaktion och handelsorder.

Nasdaq Stockholm är enligt den delegerade förordningen vidare skyldig att införa och upprätthålla arrangemang och förfaranden för att säkerställa en lämplig nivå på analyser som utförs av människor inom övervakning, upptäckt och identifiering av transaktioner och handelsorder som skulle kunna utgöra insiderhandel.

Nasdaq Stockholm är alltså skyldig att ha arrangemang, system och förfaranden som säkerställer en effektiv övervakning av handeln och möjliggör för börsen att upptäcka misstänkt insiderhandel. Finansinspektionen bedömer att Nasdaq

Stockholm, vid samtliga fyra bolagshändelser, har åsidosatt sina skyldigheter enligt artikel 16.1 första stycket i Mar. På motsvarande sätt bedöms Nasdaq Stockholm, när transaktionerna gjordes, ha åsidosatt sina skyldigheter enligt 13 kap. 7 § första stycket första meningen LV.

Inspektionen har vid denna bedömning särskilt beaktat att Nasdaq Stockholm inte har säkerställt en lämplig nivå i fråga om analyser som utförs av människor inom övervakning, upptäckt och identifiering av transaktioner och handelsorder som skulle kunna utgöra insiderhandel.

*Nasdaq Stockholm har inte rapporterat misstänkt insiderhandel*

Finansinspektionen konstaterar ovan att transaktionerna ger upphov till rimliga misstankar om insiderhandel och att Nasdaq Stockholm borde ha upptäckt detta. Börsen är enligt reglerna i Mar och LV skyldiga att utan dröjsmål underrätta inspektionen om transaktioner som kan utgöra insiderhandel.<sup>10</sup> Genom att inte underrätta Finansinspektionen om transaktionerna har Nasdaq Stockholm åsidosatt bestämmelsen i 16.1 andra stycket i Mar och därmed inte heller uppfyllt kravet i 13 kap. 7 § andra stycket LV.

## 2.2. Förutsättningar för upptagande till handel

### 2.2.1 Inledning

Finansinspektionen behandlar i detta avsnitt två skilda händelser där Nasdaq Stockholm beslutade att inleda handel med finansiella instrument på Nasdaqs reglerade marknad. Vid tidpunkten som handeln inleddes saknades godkända och registrerade prospekt för de aktuella instrumenten hos Finansinspektionen. Den fråga som Finansinspektionen ska ta ställning till är därmed om Nasdaq Stockholm vid de två händelserna följde reglerna om upptagande till handel.

### 2.2.2 Rättsliga utgångspunkter

I 13 kap. LV finns bestämmelser om börsens verksamhet. Enligt 13 kap. 3 § första stycket LV får finansiella instrument tas upp till handel på en reglerad marknad genom att börsen, efter prövning enligt 15 kap. 2 § samma lag, beslutar om upptagande till handel.

---

<sup>10</sup> Ordalydelsen i artikel 16.1 i Mar och 13 kap. 7 § LV som reglerar denna skyldighet skiljer sig något åt. Innebörden i bestämmelserna är densamma.



Om det finns en skyldighet att upprätta ett prospekt enligt prospektförordningen, får – enligt 13 kap. 3 § andra stycket LV – handel med instrumentet inte inledas förrän prospektet har

1. godkänts och registrerats hos Finansinspektionen eller inspektionen har fått en anmälan enligt artikel 25 i förordningen, och
2. offentliggjorts enligt förordningen.

Enligt artikel 3.3 i prospektförordningen ska, utan att det påverkar tillämpningen av artikel 1.5 i samma förordning, värdepapper endast tas upp till handel på en reglerad marknad inom Europeiska unionen (EU) efter det att ett prospekt har offentliggjorts i enlighet med förordningen. Enligt artikel 20.1 får ett prospekt inte offentliggöras om inte den relevanta behöriga myndigheten har godkänt det eller alla dess delar i enlighet med artikel 10 i förordningen.

Enligt skälen i prospektförordningen syftar förordningen till att säkerställa investerarskydd och marknadseffektivitet samtidigt som den inre kapitalmarknaden stärks (skäl 7). I skälen anges att offentliggörande av information vid erbjudande av värdepapper till allmänheten, eller upptagande av värdepapper till handel på en reglerad marknad, är avgörande för att skydda investerare genom att informationsasymmetrier mellan dem och emittenten undanröjs (skäl 3).

### 2.2.3 Närmare om händelserna

#### *Obligationerna*

Stillfront Group AB (Stillfront) offentliggjorde den 7 september 2023 att bolaget hade emitterat nya seniora icke-säkerställda obligationer om 1 miljard kronor (obligationerna). Den 13 september 2023 mottog Nasdaq Stockholm en ansökan från en annan aktör än Stillfront om att obligationerna skulle tas upp till handel på Nasdaqs reglerade marknad. Samma dag offentliggjorde Nasdaq Stockholm ett börsmeddelande där det framgick att börsen hade beslutat att ta upp obligationerna till handel från och med den 14 september 2023. Prospektet avseende obligationerna var då inte godkänt eller registrerat hos Finansinspektionen och inte heller offentliggjort.

Finansinspektionen godkände prospektet avseende obligationerna den 18 september 2023 och det offentliggjordes samma dag.

Den 20 september 2023 fick Finansinspektionen uppgifter om att obligationerna hade tagits upp till handel på Nasdaqs reglerade marknad innan det fanns ett godkänt och registrerat prospekt och prospektet hade offentliggjorts enligt prospektförordningen. När Finansinspektionen kontaktade Nasdaq Stockholm den 21 september 2023 med anledning av uppgifterna hade börsen ännu inte informerat Finansinspektionen om händelsen.

### *Den strukturerade produkten*

Den 19 december 2023, när Finansinspektionen hade inlett undersökningen om upptagande till handel av ovan nämnda obligationer, informerade Nasdaq Stockholm inspektionen om att börsen i april 2022 hade tagit upp en strukturerad produkt emitterad av Goldman Sachs International till handel på Nasdaqs reglerade marknad utan att det fanns ett godkänt och registrerat prospekt och utan att prospektet hade offentliggjorts enligt prospektförordningen.

Enligt Nasdaq Stockholm mottog börsen den 26 april 2022 en ansökan om att tre finansiella instrument skulle tas upp till handel på Nasdaqs reglerade marknad. Ett av dessa tre instrument, en strukturerad produkt (den strukturerade produkten), var dock felaktigt inkluderad i ansökan eftersom avsikten egentligen var att den skulle handlas på MTF-plattformen Nasdaq First North Sweden. Eftersom avsikten aldrig var att den strukturerade produkten skulle tas upp till handel på den reglerade marknaden fanns det inte något prospekt för den. Nasdaq Stockholm beslutade ändå den 26 april 2022 att, i enlighet med ansökan, ta upp den strukturerade produkten till handel på den reglerade marknaden från och med den 27 april 2022.

Nasdaq Stockholm upptäckte felet den 2 oktober 2022, och den 28 februari 2023 informerade börsen Goldman Sachs International om felet. Händelsen rapporterades dock inte i börsens interna incidentrapporteringssystem. Den strukturerade produkten avnoterades från Nasdaqs reglerade marknad den 6 mars 2023 och gjordes samtidigt tillgänglig för handel på Nasdaq First North Sweden. I samband med en intern granskning, till följd av Finansinspektionens undersökning kopplad till Stillfronts obligationer, identifierade Nasdaq Stockholm även denna incident.

#### 2.2.4 Nasdaq Stockholms inställning och Finansinspektionens bedömning

Nasdaq Stockholm har bekräftat att obligationerna och den strukturerade produkten har tagits upp till handel på Nasdaqs reglerade marknad trots att det inte fanns några prospekt för dem som var godkända och registrerade hos Finansinspektionen och inte heller offentliggjorda enligt prospektförordningen. Enligt Nasdaq Stockholm är detta ingen systematisk brist, utan orsaken är felaktig hantering på enskild medarbetarnivå.

Finansinspektionen gör inte gällande att händelserna beror på systematiska brister. Bestämmelsen i 13 kap. 3 § LV ställer dock krav på att det i *varje fall* som ett finansiellt instrument tas upp till handel på en reglerad marknad sker en kontroll av om det finns prospektskyldighet. Om så är fallet måste de krav som prospektskyldigheten innebär vara uppfyllda innan handel får inledas. Finansinspektionen konstaterar att Nasdaq Stockholm har åsidosatt bestämmelsen i 13 kap. 3 § andra stycket LV.

## 3 Överväganden om ingripande

### 3.1 Nasdaq Stockholms inställning

#### 3.1.1 Övervakning och rapportering av misstänkt insiderhandel

Nasdaq Stockholm anför att artikel 16.1 i Mar utgör speciallag i förhållande till 13 kap. 7 § LV och att Finansinspektionen därför ska tillämpa 5 kap. lagen (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning (KompL) vid ett eventuellt ingripande. Nasdaq Stockholm för också fram att börsen inte hade kännedom om, och inte heller rimligen kunde förväntas ha eller skaffat sig kännedom om, de olika personkopplingar som fanns mellan dem som utförde transaktionerna och börsens handelsövervakning eller ICA. Enligt Nasdaq Stockholm ska Finansinspektionen beakta att börsen aktivt har samarbetat för att underlätta utredningen och även anmält ytterligare transaktioner. När Finansinspektionen hade inlett sin undersökning initierade Nasdaq Stockholm omedelbart en fullständig genomlysning av funktionen handelsövervakning. Nasdaq Stockholm uppger också att börsen har avsatt stora personella och finansiella resurser för att genomföra förstärkningar, som bland annat inkluderar ytterligare begränsningar i hanteringen av insiderinformation inom övervakningsfunktionen samt formalisering och kvalitetssäkring av utredningsprocesser och analysarbete inom handelsövervakningen.

#### 3.1.2 Förutsättningar för upptagande till handel

Nasdaq Stockholm framhåller att börsen har tagit händelserna på största allvar. Börsen har genomfört en omfattande stickprovsgranskning som visar att den följer 13 kap. 3 § LV med undantag för de två incidenterna som Finansinspektionen har undersökt. Vid båda tillfällena som felen begicks fanns det enligt börsen adekvata rutiner som innehöll tydliga instruktioner om att ett instrument inte får tas upp till handel på Nasdaqs reglerade marknad innan ett godkänt prospekt finns, såvida det inte finns ett giltigt undantag. Incidenterna inträffade, enligt börsen, på grund av rena förbiseenden och orsakades av att medarbetare felaktigt angav att det fanns godkända prospekt vid hanteringen av ansökningarna. Nasdaq Stockholm hanterar årligen ett stort antal ansökningar om upptagande till handel av finansiella instrument. Med anledning av att det rör sig om oavsiktliga förbiseenden i en frekvent återkommande process anser Nasdaq Stockholm att de är av sådan art att de ska anses ursäktliga och resultera i att ett ingripande inte anses nödvändigt. Om Finansinspektionen ändå anser att det krävs ett ingripande menar börsen att dessa omständigheter bör beaktas när inspektionen bedömer på vilket sätt ett ingripande ska ske.

Vidare framhåller Nasdaq Stockholm att det inte förekom någon handel i de aktuella instrumenten under den period då de var upptagna till handel utan att något prospekt hade godkänts, registrerats och offentliggjorts. Enligt börsen har varken investerare eller emittenter drabbats av någon ekonomisk förlust. Börsen

har inte undvikit några kostnader till följd av händelserna och har inte heller fått några ytterligare intäkter.

Nasdaq Stockholm för också fram att obligationerna endast under två handelsdagar var upptagna till handel utan att det fanns ett godkänt prospekt och pekar på att handeln med dessa finansiella instrument i princip var otillgänglig för icke-professionella investerare. När det gäller den strukturerade produkten beror tidsåtgången från det att felet upptäcktes till dess att åtgärder vidtogs, enligt börsen, på den mänskliga faktorn vid handläggningen av ärendet. Det finns enligt Nasdaq Stockholm inget som tyder på att händelserna har haft någon effekt på det finansiella systemet eller att de haft någon negativ effekt på börsens stabilitet.

Nasdaq Stockholm menar att börsen har samarbetat aktivt med Finansinspektionen under hela undersökningen genom att svara snabbt och fullständigt på alla inspektionens frågor. Nasdaq Stockholm anser att Finansinspektionen i synnerhet bör beakta att börsen på eget initiativ underrättade inspektionen om incidenten som gällde den strukturerade produkten, efter en intern utredning som motiverades av inspektionens undersökning av upptagandet till handel av obligationerna.

Nasdaq Stockholm framhåller att börsen har vidtagit ett flertal åtgärder för att ytterligare minimera risken för liknande incidenter i framtiden. Nasdaq Stockholm anser att det med tanke på de förstärkningsåtgärder som börsen har vidtagit inte råder någon tvekan om att börsen har tagit incidenterna på största allvar och att det inte finns någon anledning att tro att börsen inte kommer att följa 13 kap. 3 § LV i fortsättningen.

## 3.2 Överträdelserna kräver ingripande

### 3.2.1 Ingripandebestämmelserna i LV ska tillämpas

Finansinspektionen konstaterar inledningsvis att bristerna i Nasdaq Stockholms övervakning och rapportering av misstänkt insiderhandel innebär att börsen har överträtt bestämmelser i både Mar och LV.

Enligt 5 kap. 2 § 1 KompL ska Finansinspektionen ingripa mot den som har åsidosatt sina skyldigheter enligt Mar genom att låta bli att inrätta och upprätthålla effektiva arrangemang, system och förfaranden i enlighet med det som anges i artikel 16.1 i Mar, eller att rapportera till inspektionen i enlighet med det som anges där.

Enligt 25 kap. 1 § första stycket LV ska inspektionen ingripa mot en börs som har åsidosatt sina skyldigheter enligt den lagen eller andra författningar som reglerar företags verksamhet. Mar är en sådan annan författning.

När det gäller överträdelserna av bestämmelserna om övervakning och rapportering av misstänkt insiderhandel, har Finansinspektionen alltså möjlighet att ingripa enligt både KompL och LV. Det framgår av förarbetena till KompL att om ett förfarande kan anses strida mot flera lagar kan Finansinspektionen välja mellan de ingripandemöjligheter som finns, och då välja det förfarande som framstår som mest effektivt i den aktuella situationen (prop. 2016/17:22 s. 182 och 205).

Finansinspektionen konstaterar att samtliga överträdelser avser materiella bestämmelser i LV, även när de samtidigt innebär överträdelser av Mar. I synnerhet i ett fall som detta anser Finansinspektionen att det är mest effektivt att ingripa enligt LV och tillämpa i det följande bestämmelserna i 25 kap. LV.

### 3.2.2 Det finns skäl att ingripa

Finansinspektionen får enligt 25 kap. 2 § andra stycket LV avstå från att ingripa bland annat om överträdelserna är ringa eller ursäktlig, eller om börsen gör rättelse.

Finansinspektionens undersökningar visar att det har funnits brister i hur Nasdaq Stockholm har bedrivit sin handelsövervakning för att förhindra och upptäcka insiderhandel, och i börsens rapportering av misstänkt insiderhandel. Vidare visar undersökningarna att Nasdaq Stockholm vid två tillfällen under 2022 och 2023 inte följde regelverket i samband med att finansiella instrument togs upp till handel. De konstaterade bristerna har inneburit att Nasdaq Stockholm har åsidosatt sina skyldigheter enligt artikel 16.1 i Mar, samt 13 kap. 3 och 7 §§ LV.

Som Finansinspektionen utvecklar nedan har Nasdaq Stockholm överträtt centrala bestämmelser som syftar till att upprätthålla en stabil och trygg värdepappersmarknad och att säkerställa investerarskyddet. Överträdelserna kan inte anses som ringa.

När det gäller överträdelserna i fråga om upptagande till handel har Nasdaq Stockholm hänvisat till rättsfallen HFD 2019 ref. 72 och HFD 2022 ref. 23, där Högsta förvaltningsdomstolen, med hänvisning till prop. 2016/17:22 s. 391 f., uttalar att en överträdelse bör kunna vara ursäktlig till exempel om det är uppenbart att den har begåtts av förbiseende. Såväl rättsfallen som förarbetsuttalandet gäller ingripanden enligt KompL. Sådana ingripanden kan riktas mot såväl fysiska personer och icke-finansiella företag som finansiella företag. Det måste generellt ställas höga krav på finansiella företag när det gäller att följa de regler som gäller för verksamheten. Nasdaq Stockholm har åsidosatt sina skyldigheter enligt bestämmelser om upptagande av finansiella instrument till handel, något som utgör en del av börsens kärnverksamhet. Börsen har ett långtgående ansvar att säkerställa att verksamheten sker i enlighet med gällande regler. Enligt Finansinspektionen är utrymmet för att i ett sådant fall anse att en överträdelse är ursäktlig med hänvisning till att den har begåtts av förbiseende mycket begränsat. Inspektionen anser därför att överträdelserna inte kan anses ursäktliga.

Sammantaget anser Finansinspektionen alltså att det finns skäl att ingripa mot Nasdaq Stockholm.

### 3.3 Val av ingripande

#### 3.3.1. Tillämpliga bestämmelser

Enligt 25 kap. 1 § andra stycket LV kan Finansinspektionen ingripa genom att förelägga börsen att göra rättelse eller genom att ge den en anmärkning. Om överträdelsen är allvarlig, ska, enligt tredje stycket samma paragraf, företagets tillstånd återkallas eller, om det är tillräckligt, en varning meddelas.

Enligt 25 kap. 2 § första stycket LV ska Finansinspektionen vid valet av sanktion ta hänsyn till hur allvarlig överträdelsen är och hur länge den har pågått. Särskild hänsyn ska tas till överträdelsens art, överträdelsens konkreta och potentiella effekter på det finansiella systemet, samt skador som har uppstått och graden av ansvar.

Enligt 25 kap. 2 a § LV ska Finansinspektionen därutöver, i försvårande riktning beakta om börsen tidigare har begått en överträdelse. Vid bedömningen bör särskild vikt fästas vid om överträdelserna är likartade och den tid som har gått mellan de olika överträdelserna. I förmildrande riktning ska inspektionen beakta om börsen i väsentlig mån genom ett aktivt samarbete har underlättat Finansinspektionens utredning, och snabbt har upphört med överträdelsen sedan den har anmälts till eller påtalats av Finansinspektionen.

#### 3.3.2. Finansinspektionens bedömning

Finansinspektionens undersökningar visar att Nasdaq Stockholm har åsidosatt sina skyldigheter enligt centrala bestämmelser som gäller för börsens verksamhet. De regler som Nasdaq Stockholm har överträtt är alla grundläggande för att upprätthålla ett gott investerarskydd och väl fungerande marknader. Det finns i detta avseende skäl att se strängt på att handelsövervakningen har uppvisat tydliga brister som har lett till att misstänkt insiderhandel vid flera tillfällen under en relativt kort period inte har upptäckts och rapporterats till inspektionen. Bristerna i övervakningen har inneburit att Nasdaq Stockholm inte har kunnat vidta åtgärder för att förhindra de ytterligare misstänkta transaktionerna som omfattas av beslutet. Dessa brister har därmed haft konkreta effekter på det finansiella systemet. Överträdelserna har också riskerat att negativt påverka såväl emittenternas förtroende för börsens handelsövervakning som hela marknadens förtroende för det finansiella systemet och marknadens integritet. Det nu anförda innebär att Nasdaq Stockholm har gjort sig skyldig till överträdelser som är av en sådan art och omfattning att det finns skäl att se allvarligt på dem.

På motsvarande sätt har överträdelserna av bestämmelserna om upptagande till handel potentiellt kunnat få effekter på det finansiella systemet. Regleringen om att det krävs ett godkänt och registrerat prospekt innan handeln inleds är central för investerarskyddet. Ett åsidosättande av den regleringen riskerar att leda till allvarliga konsekvenser för den enskilda investeraren som får sämre möjlighet att fatta välgrundade investeringsbeslut. Om reglerna inte följs så riskerar det även att skada förtroendet för börserna och marknaden i stort.

I fråga om bedömningen av graden av ansvar uttalas i förarbetena till regleringen i LV att de hänsyn som ska tas innebär en möjlighet för Finansinspektionen att i lindrande riktning beakta om en överträdelse beror på ett beteende som av särskilda omständigheter är att betrakta som mindre klandervärt än annars (prop. 2013/14:228 s. 240). Några sådana omständigheter finns inte i detta fall. Tvärtom finns det omständigheter som talar för att Nasdaq Stockholm har agerat på ett sätt som är mer klandervärt. Börsen ansvarar för hur övervakningen av handeln sker och för att personalstyrkan är rätt dimensionerad för att övervakningen ska kunna drivas i enlighet med regelverket. Börsens underlåtenhet att närmare analysera handeln vid de undersökta tillfällena har medfört att de personkopplingar som har funnits mellan en person som har haft tillgång till förhandsinformationen vid börserna och aktörerna som har handlat inte har upptäckts. Genom att börserna inte har identifierat tydliga och klara fall av misstänkt insiderhandel har ytterligare misstänkta transaktioner kunnat utföras i de efterföljande bolagshändelserna som behandlas i beslutet, utan att de har identifierats och rapporterats som misstänkta. Att börserna trots dessa förhållanden anser att närmare analyser av handeln inte behövdes i de aktuella fallen, visar på en anmärkningsvärd uppfattning om börsernas uppdrag och handelsövervakningens betydelse för förtroendet för marknaden. Finansinspektionen ser allvarligt på det utifrån börsernas roll och funktion i det finansiella systemet.

Nasdaq Stockholm anför som förmildrande omständighet att börserna i båda undersökningarna aktivt har samarbetat med Finansinspektionen och att den även på eget initiativ har rapporterat in incidenten med den strukturerade produkten. Det är visserligen riktigt att det var Nasdaq Stockholm som, efter att undersökningen inleddes, rapporterade att den strukturerade produkten hade upptagits till handel i strid med regelverket. Det rör sig dock knappast om någon förmildrande omständighet som påverkar bedömningen då det även står klart att Nasdaq Stockholm trots kännedom om att den strukturerade produkten felaktigt var upptagen till handel underlät att vidta åtgärder på flera månader. Med hänvisning till det nu anförda och vad som i övrigt framkommit anser inte Finansinspektionen att Nasdaq Stockholm har samarbetat mer aktivt än vad som rimligen kan förväntas av ett företag under tillsyn.

Det finns alltså flera omständigheter som talar i skärpande riktning vid valet av ingripande. Vid bedömningen av överträdelsernas allvar måste dock också beaktas att det trots allt rör sig om enskilda fall under en förhållandevis begränsad tidsperiod. Det går inte att utifrån undersökningarna dra slutsatsen att Nasdaq Stockholm inte förmår att följa de regler som gäller för verksamheten.

Nasdaq Stockholm har även åtagit sig att genomföra åtgärder för att minimera risken för liknande överträdelser i framtiden. Det finns också skäl att i någon mån beakta vad Nasdaq Stockholm invänder om att någon handel inte ägde rum i obligationerna och den strukturerade produkten under den tid de var upptagna till handel i strid med 13 kap. 3 § LV. Det framgår inte heller av undersökningarna att det uppstod några skador till följd av överträdelserna. Vid en samlad bedömning anser Finansinspektionen därför att de aktuella överträdelserna inte är att anse som allvarliga i den mening som avses i 25 kap. 1 § tredje stycket LV och att det inte är aktuellt att återkalla Nasdaq Stockholms tillstånd eller att meddela börsen en varning. Sanktionen bör i stället stanna vid en anmärkning. För att anmärkningen ska vara tillräckligt ingripande måste den förenas med en sanktionsavgift.

### 3.4 Sanktionsavgiftens storlek

#### 3.4.1. Tillämpliga bestämmelser

Enligt 25 kap. 8 § LV får Finansinspektionen förena en anmärkning eller varning med en sanktionsavgift.

Enligt 25 kap. 9 § LV ska sanktionsavgiften för en börs fastställas till högst det högsta av

1. ett belopp som per den 2 juli 2014 i kronor motsvarade fem miljoner euro,
2. tio procent av företagets omsättning eller, i förekommande fall, motsvarande omsättning på koncernnivå närmast föregående räkenskapsår, eller
3. två gånger den vinst som företaget gjort till följd av regelöverträdelsen, om beloppet går att fastställa.

Sanktionsavgiften får inte bestämmas till ett lägre belopp än 5 000 kronor.

När sanktionsavgiften fastställs ska, enligt 25 kap. 10 § LV, särskild hänsyn tas till sådana omständigheter som anges i 2 och 2 a §§ samma kapitel, samt till börsens finansiella ställning och, om det går att fastställa, den vinst som börsen har gjort till följd av regelöverträdelsen.

Av artikel 70 i Mifid 2-direktivet framgår att sanktioner ska vara effektiva, proportionerliga och avskräckande.

#### 3.4.2 Finansinspektionens bedömning

Det har inte gått att fastställa i vilken utsträckning Nasdaq Stockholm har gjort en vinst till följd av överträdelserna. Den högsta möjliga sanktionsavgiften utifrån omsättningen kommer att överstiga ett belopp som motsvarar



fem miljoner euro. Det maximala beloppet för sanktionsavgiften ska därför bestämmas utifrån omsättningen.

Nasdaq Stockholms senaste fastställda årsredovisning avser räkenskapsåret 2023. Enligt den var börsens omsättning 2 103 miljoner kronor. Eftersom Nasdaq Stockholm ingår i en koncern ska den högsta möjliga sanktionsavgiften dock inte bestämmas utifrån börsens omsättning, utan utifrån motsvarande omsättning på koncernnivå. Under räkenskapsåret 2023 uppgick denna omsättning till 41 337 miljoner kronor. Eftersom sanktionsavgiften kan uppgå till som högst tio procent av koncernens omsättning för närmast föregående räkenskapsår är det högsta beloppet som sanktionsavgiften kan bestämmas till 4 133 miljoner kronor.

När det högsta beloppet för sanktionsavgiften ska bestämmas utifrån koncernens omsättning, framstår det inte alltid som rimligt att bestämma avgiften till en lika stor andel av det högsta beloppet som när det högsta beloppet bestäms utifrån företagets omsättning. Detta gäller i synnerhet när företagets omsättning endast motsvarar en mindre del av koncernens omsättning, där en sådan sanktionsavgift riskerar att bli oproportionerligt hög och inte ta tillräcklig hänsyn till företagets finansiella ställning. Samtidigt behöver sanktionsavgiften bestämmas till ett högre belopp än annars för att koncernens omsättning ska få genomslag vid bedömningen. Hur mycket högre beloppet bör vara för att ingripandet ska vara såväl proportionerligt som avskräckande beror främst på överträdelsernas allvar.

I föregående avsnitt redogör Finansinspektionen för sin bedömning av överträdelserna. De omständigheter som inspektionen tar upp där när det gäller val av ingripande, är sådana som också ska beaktas när Finansinspektionen bestämmer sanktionsavgiftens storlek. Som inspektionen konstaterar har Nasdaq Stockholm åsidosatt sina skyldigheter enligt centrala bestämmelser som gäller för börsens verksamhet. De regler som Nasdaq Stockholm har överträtt är grundläggande för att upprätthålla ett gott investerarskydd och väl fungerande marknader. Överträdelserna har dessutom riskerat att skada förtroendet för börsen och marknaden i stort. Med hänsyn till detta och börsens roll och funktion i det finansiella systemet finns det skäl att ge Nasdaq Stockholm en kännbar sanktionsavgift.

Som anges ovan kan sanktionsavgiften uppgå till högst 4 133 miljoner kronor. Med hänsyn till Nasdaq Stockholms finansiella ställning och de omständigheter som i övrigt ska beaktas när sanktionsavgiften bestäms, anser Finansinspektionen vid en samlad bedömning att överträdelserna svarar mot en sanktionsavgift på 100 miljoner kronor. Finansinspektionen har då utgått från Nasdaq Stockholms omsättning, men även i viss utsträckning beaktat koncernens omsättning. Det innebär att sanktionsavgiften har bestämts till ett högre belopp än vad som hade varit fallet om bolaget inte hade ingått i en koncern.

Sanktionsavgiften tillfaller staten och faktureras av Finansinspektionen när beslutet har fått laga kraft.

## FINANSINSPEKTIONEN

Beatrice Ask  
*Styrelseordförande*

Emma Lampe  
*Senior jurist*

Nathalie Lacotte  
*Senior jurist*

Beslut i detta ärende har fattats av Finansinspektionens styrelse (Beatrice Ask, ordförande, Maria Bredberg Pettersson, Camilla Asp, Cecilia Renfors, Charlotte Zackari och Daniel Barr, generaldirektör) efter föredragning av seniora juristen Emma Lampe och seniora juristen Nathalie Lacotte. I den slutliga handläggningen av ärendet har även chefsjuristen Eric Leijonram, avdelningschefen Clara Ahlqvist, enhetschefen Susanne Ellegård, seniora finansinspektören Carl Öhman och rådgivaren Erik Willers deltagit.

*Bilaga – Hur man överklagar*

Kopia: Nasdaq Stockholm Aktiebolags verkställande direktör

## Delgivningskvitto



FI dnr 23-25934

FI dnr 23-32698

Delgivning nr 1

**Finansinspektionen**

Box 7821

103 97 Stockholm

Tel +46 8 408 980 00

finansinspektionen@fi.se

www.fi.se

# Finansinspektionens beslut om anmärkning och sanktionsavgift

## Handling:

Beslut om anmärkning och sanktionsavgift för Nasdaq Stockholm Aktiebolag meddelat den 19 juni 2024.

Jag har i dag, i egenskap av behörig firmatecknare eller ombud, tagit emot handlingen.

.....  
Datum

.....  
Namnteckning

.....  
Namnförtydligande

.....  
Eventuellt ny adress

Genom att skriva under delgivningskvittot bekräftar du bara att du har tagit emot handlingen. Det är inte ett bevis på att du godkänner innehållet i den.

Det är viktigt att du skickar tillbaka kvittot till Finansinspektionen så fort som möjligt. Om du inte gör det kan vi delge dig på annat sätt, till exempel genom en stämmingsman.

Glöm inte att ange vilket datum du tog emot handlingen.

## Hur man överklagar

Om ni anser att beslutet är felaktigt kan ni överklaga det genom att skriva till förvaltningsrätten. Ställ överklagandet till Förvaltningsrätten i Stockholm, men skicka det till Finansinspektionen, Box 7821, 103 97 Stockholm, eller till finansinspektionen@fi.se.

Ange följande i överklagandet:

- Namn, personnummer eller organisationsnummer, postadress, e-postadress och telefonnummer
- Vilket beslut ni överklagar och ärendets nummer
- Vilken ändring ni vill ha och varför ni anser att beslutet ska ändras.

Om ni anlitar ett ombud, ska ombudets namn, postadress, e-postadress och telefonnummer anges.

Överklagandet ska ha kommit in till Finansinspektionen inom tre veckor från den dag ni fick del av beslutet.

Om överklagandet har kommit in i rätt tid kommer Finansinspektionen att pröva om beslutet ska ändras och sedan skicka överklagandet, handlingarna i det överklagade ärendet och eventuellt nytt beslut till Förvaltningsrätten i Stockholm.