



**FÖRVALTNINGSRÄTTEN  
I STOCKHOLM**  
Avdelning 6

**DOM**  
2024-05-15  
Meddelad i Stockholm

Mål nr  
14462-23

### **KLAGANDE**

AA

Ombud: Advokaterna Fredrik Sjövall, Elin Nygren och Albert Roos samt biträdande juristerna Elina Schönbeck och Kevin Skoglund

### **MOTPART**

Finansinspektionen

### **ÖVERKLAGAT BESLUT**

Finansinspektionens beslut 2023-06-22, se bilaga 1

### **SAKEN**

Särskild avgift enligt lagen med kompletterande bestämmelser till EU:s blankningsförordning

---

### **FÖRVALTNINGSRÄTTENS AVGÖRANDE**

Förvaltningsrätten avslår överklagandet.

**BAKGRUND**

AegirBio AB (AegirBio) är ett företag vars aktier är upptagna till handel på Nasdaq First North Growth Market. AegirBio har den 17 september 2021 beslutat att genomföra en riktad nyemission om 490 000 aktier. Eminova Fondkommission AB agerade som emissionsinstitut i nyemissionen och Eminova Partners AB agerade som finansiell rådgivare till AegirBio.<sup>1</sup> Tre befintliga aktieägare i AegirBio åtog sig att låna ut 490 000 aktier för att underlätta leverans av aktier i nyemissionen. Avtal om detta ingicks den 13 september 2021.

Det var fyra investerare som deltog i den riktade nyemissionen varav AA var en av dem. Den 21 september 2021 levererades 175 000 aktier i AegirBio av Eminova till AA:s aktiedepå. Aktierna kom från de långivande aktieägarna i AegirBio. Under perioden den 22–30 september 2021 sålde AA 175 000 aktier i AegirBio. Nyemissionen registrerades av Bolagsverket i aktiebolagsregistret den 12 oktober 2021 och den 25 oktober 2021 emitterades de nya aktierna i AegirBio av Euroclear. Samma datum levererades de 490 000 nyemitterade aktierna av Eminova till de långivande aktieägarna i AegirBio.

Finansinspektionen beslutade den 22 juni 2023 att AA ska betala en särskild avgift enligt lagen (2012:735) med kompletterande bestämmelser till EU:s blankningsförordning (kompletteringslagen) om 1 500 000 kr för underlåtenhet att anmäla till Finansinspektionen att hans korta nettoposition i aktier i AegirBio vid fem tillfällen har uppnått eller sjunkit under relevanta tröskelvärden för anmälan. Utöver att förändringarna i den korta

---

<sup>1</sup> Eminova Fondkommission AB och Eminova Partners AB ingår i Eminovagruppen med gemensamt ägande av Eminova Holding AB. Med Eminova avses i det följande båda dessa bolag.

nettopositionen skulle ha anmälts skulle uppgifter om fyra av positionerna dessutom ha offentliggjorts. De vidare skälen för beslutet framgår av bilaga 1.

#### YRKANDEN M.M.

**AA** yrkar att förvaltningsrätten upphäver Finansinspektionens beslut och anför bl.a. följande till stöd för sin talan.

Det träffades en överenskommelse mellan AegirBio och dess ägare om att bl.a. han skulle investera i AegirBio genom en riktad nyemission. Det förekommer att aktier lånas ut i samband med en nyemission för att det snabbare ska kunna levereras aktier till investerare. Av ingivet sakkunnigutlåtande framgår exempelvis att uppfattningen bland personer som arbetar med nyemissioner är att aktielån, inom ramen för sedvanliga riktade emissioner, inte innebär att investerarna ska anses ha lånat aktierna av emissionsinstitutet. Eminova har tidigare erhållit lån av aktier i samband med en nyemission. Eminova har även i nu aktuellt fall lånat aktier genom att ingå avtal om detta med tre befintliga aktieägare i AegirBio. Eminova har inte tillsett att någon annan än Eminova åtagit sig att återlämna aktier till de långivande aktieägarna i AegirBio. Han har inte heller uttryckt någon vilja att ta på sig en sådan återlämnandeskyldighet. Det är således Eminova som har haft en skyldighet att lämna tillbaka de aktier som Eminova har lånat. Eminovas lån från aktieägarna återbetalades sedan med de aktier Eminova erhöll i nyemissionen.

Av 3 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument framgår ett krav på skriftlighet om ett företag som står under tillsyn av Finansinspektionen medverkar till ett avtal om rätt att förfoga över ett finansiellt instrument mellan andra parter. Det är en näringsrättslig bestämmelse som visar att det ställs höga krav på dokumentationen i fall som det nu aktuella. Han är inte part i de avtal om aktielån som finns i målet. Han har inte givit Eminova rätt att låna aktier för hans räkning. Han har därför inte heller trätt in

som part i dessa avtal genom Eminovas handlande. Det saknas en dokumenterad återlämnandeskyldighet för honom vad gäller mottagna aktier i AegirBio. Det är även fel att påstå att han skulle ha en återlämnandeskyldighet endast genom att han har mottagit aktier i AegirBio. Han har i stället köpt aktier i AegirBio av Eminova genom den anmälningssedel som han har undertecknat med Eminova som motpart. Eminova har en version av anmälningssedel som innehåller information om förleverans av aktier genom aktielån och en möjlighet att avstå från sådan förleverans. Den anmälningssedel som har använts i aktuellt fall har saknat denna information.

Av teckningslistan framgår att det är Eminova som har tecknat sig i nyemissionen i AegirBio. Han anges inte i denna teckningslista. Han har alltså inte tecknat sig i nyemissionen. Vidare framgår av utställd avräkningsnota att Eminova skulle leverera aktier i AegirBio med en särskild ISIN-kod till honom mot erhållande av betalning. I artikel 3 Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 918/2012 av den 5 juli 2012 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 236/2012 om blankning och vissa aspekter av creditswappar vad gäller definitioner, beräkning av korta nettopositioner, statscreditswappar med täckning, tröskelvärden för anmälan, likviditets-tröskelvärden för upphävande av restriktioner, avsevärt prisfall för finansiella instrument och ogynnsamma händelser (den delegerade förordningen) anges att bedömningen av om en person äger en aktie ska göras i enlighet med nationell lagstiftning. Enligt svensk rätt övergår äganderätten till aktier när avtal om förvärv av aktier ingås. Äganderätten har således, enligt svensk rätt, övergått till honom. De aktier som han har sålt i AegirBio har alltså utgjort försäljning av köpta aktier och någon blankning har således inte genomförts.

En transaktionsstruktur som i det nu aktuella fallet innebär att han inte har kunnat genomföra en blankning, vilket förutsätts för att Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 236/2012 av den 14 mars 2012 om blankning och vissa aspekter av creditswappar (blankningsförordningen) ska bli

tillämplig. Han har inte kunnat dra fördel av någon sjunkande aktiekurs. Det vore därför meningslöst att ålägga honom att anmäla en eventuell kort nettoposition. Eftersom han i stället har haft en lång position finns det inget intresse för aktiemarknaden att ta del av informationen eftersom det inte handlar om något annat än att en aktieägare minskat sitt innehav. Sådan typ av informationsgivning regleras i stället genom de s.k. flaggningsreglerna, som föreskriver att större aktieägare är skyldiga att informera när köp eller försäljning av aktier eller andra finansiella instrument i börsbolag leder till att ägandet passerar vissa fastlagda gränsvärden. Finansinspektionens tolkning av blankningsförordningen är inte förenlig med förordningens syfte.

Sammantaget har han inte lånat några aktier från aktieägarna i AegirBio eller från Eminova. Han har i stället köpt 175 000 aktier i AegirBio från Eminova. Hans försäljningar av aktierna har därför inte utgjort blankningar enligt blankningsförordningen. Han har således inte haft någon kort nettoposition i AegirBio och det har därför inte funnits en skyldighet för honom att göra någon anmälan till Finansinspektionen.

**AA** har till stöd för sin talan givit in och åberopat bl.a. ett sakkunnigutlåtande daterat den 28 november 2023 av direktör **BB** och direktör **CC** samt en vittnesattest daterat den 13 oktober 2023.

**Finansinspektionen** anser att överklagandet ska avslås och för fram bl.a. följande.

Av ordalydelsen i artikel 2.1 b blankningsförordningen följer att blankning innefattar en försäljning av aktier där säljaren vid tidpunkten för ingåendet av säljavtalet har lånat eller avtalat att låna aktierna. Av artikelns ordalydelse följer vidare att ett lån inte är att jämställa med ett ägande i blankningsförordningens mening. I artikel 3 den delegerade förordningen finns en förtydligande definition av begreppet ägande. Definitionen i artikel 3 den

delegerade förordningen syftar till att redogöra för rättsläget vid försäljning av aktier som inte är lånade men där det ändå kan vara fråga om en blankning eftersom den som genomför försäljningen vid tidpunkten inte äger aktierna. Av artikeln framgår att det under sådana förhållanden ska göras en ingående prövning av vem som är den rättsliga eller verkliga ägaren till aktierna samt att denna bedömning ska göras i enlighet med nationell rätt. Vad som föreskrivs i artikel 3 den delegerade förordningen ska emellertid inte förstås som att det även när det är fråga om aktielån krävs en bedömning av äganderätten enligt nationell rätt för att avgöra om en blankning har ägt rum. Frågan i målet är alltså om överlåtelsen av aktierna som AA mottog den 21 september 2021 har utgjort ett lån i den mening som avses i artikel 2.1 b blankningsförordningen. Prövningen av denna fråga ska göras utifrån ett obligationsrättsligt perspektiv.

Det är det obligationsrättsliga förhållandet mellan AA och de långivande aktieägarna i AegirBio som är relevant. Eminovas roll har endast bestått i att vara en mellanhand i transaktionerna. Eminova har tecknat aktier i nyemissionen och ingått avtal om förmedling av aktielån med befintliga aktieägare i AegirBio. Detta har dock varit för AA:s räkning, vilket framgår av den anmälningssedel som finns i målet. Av de avtalsvillkor som hör till anmälningssedeln följer att Eminovas uppdrag i förhållande till AA har varit att för hans räkning och med hans medel förvärva de finansiella instrument som han erbjudits av AegirBio. Uppdraget har alltså uttryckligen bestått i att för AA:s räkning förvärva de nyemitterade aktierna. Det tydliggörs också i anmälningssedelns avtalsvillkor att AA:s order enligt anmälningssedeln har givit Eminova fullmakt att teckna aktier åt honom. Av teckningslistan framgår vidare att Eminova genom fullmakt har tecknat aktier i samband med nyemissionen. Eminova har således inte tecknat aktierna för egen räkning. Det är alltså AA som är den part som har tecknat aktier i nyemissionen och lånat aktier genom förmedling av Eminova. Det är AA som har haft en skyldighet att lämna tillbaka

aktier av samma mängd och samma slag till de långgivande aktieägarna i AegirBio.

Anmälningssedeln kan inte tolkas som ett köpeavtal mellan AA och Eminova. Att informationsrutan om aktielån inte fanns med i anmälningssedeln är inte heller avgörande för frågan om AA har lånat aktier från de långgivande aktieägarna i AegirBio. Vidare framgår av avräkningsnotan att AA:s betalning till Eminova har avsett teckning av aktier i AegirBios nyemission och inte köp av aktier. Något köp av aktier har således inte skett. Inte heller är Eminova av uppfattningen att något köpeavtal avseende aktier i AegirBio har ingåtts med AA. Sammantaget har AA:s försäljningar av aktier i AegirBio utgjort blankningar enligt blankningsförordningen. Av vilket skäl en försäljning av lånade aktier har skett saknar betydelse för bedömningen av om en blankning enligt blankningsförordningen har skett.

Förvaltningsrätten har den 18 april 2024 hållit muntlig förhandling i målet. Vid förhandlingen har på Finansinspektionens begäran DD, verkställande direktör för Eminova Fondkommission AB, och EE, verkställande direktör för Eminova Partners AB, hörts som vittnen.

## SKÄLEN FÖR AVGÖRANDET

### Frågan i målet

Frågan i målet är om AA:s försäljningar av aktier i AegirBio under perioden den 22–30 september 2021 utgjort blankningar enligt artikel 2.1 b blankningsförordningen. Om så är fallet är frågan om det för AA under denna period och den 12 oktober 2021 uppstått kort nettoposition i AegirBio som han vid fem tillfällen skulle ha anmält och som vid fyra tillfällen skulle ha offentliggjorts samt om Finansinspektionen således har haft skäl att

påföra AA en särskild avgift enligt 6 § kompletteringslagen och hur hög avgiften i så fall ska vara.

### **Bevisbörda och beviskrav**

Det överklagade beslutet avser ett ingripande från det allmänna mot en enskild i form av påförande av en särskild avgift. I mål som rör ingripanden från det allmänna ligger bevisbördan som huvudregel på det allmänna, dvs. myndigheten. Det är således Finansinspektionen som har bevisbördan för att en överträdelse av regelverket har skett samt att förutsättningarna för påförande av en särskild avgift är uppfyllda.

Eftersom det är fråga om ett ingripande beslut mot en enskild bör beviskravet av rättssäkerhetsskäl ställas högt. Samtidigt måste också beaktas att syftet med avgiften är att bevaka allmänna intressen varför beviskravet inte ska ställas lika högt som för en fällande dom i ett brottmål (jfr RÅ 2006 ref. 7 och RÅ 1994 ref. 88).

### **Förvaltningsrättens bedömning**

#### *Blankning*

#### Utgångspunkter

Den första frågan som förvaltningsrätten ska ta ställning till är om de i målet aktuella transaktionerna under perioden den 22–30 september 2021 utgör blankningar enligt artikel 2.1 b blankningsförordningen.

Blankningsförordningen omfattar finansiella instrument som är upptagna på en handelsplats inom EU. Förordningen antogs bl.a. som en följd av finanskrisen 2008 för att skapa ett gemensamt regelverk för att hantera frågor som gäller



blankning (skäl 1 blankningsförordningen). Syftet med blankningsförordningen är att öka transparensen beträffande korta nettopositioner i finansiella instrument och att bidra till att minska stabilitetsrisker samt upprätthålla tilliten till marknaden. Transparens är viktigt både för tillsynsmyndigheter och för marknadsaktörer. Blankningsanmälningar har betydelse för att Finansinspektionen ska kunna övervaka och, om så krävs, utreda blankningar som skulle kunna skapa systemrisker, utgöra marknadsmissbruk eller orsaka marknadsstörningar (jfr skäl 7 blankningsförordningen).

Blankning innebär en försäljning av aktie eller skuldinstrument som säljaren inte äger vid ingåendet av säljavtalet, inklusive en sådan försäljning där säljaren vid tidpunkten för ingåendet av säljavtalet har lånat eller avtalat om att låna aktien eller skuldinstrumentet för leverans vid avvecklingstidpunkten (se artikel 2.1 b blankningsförordningen). Ändamålet med blankning är i regel en spekulering i kursnedgång av ett finansiellt instrument, dvs. att man tjänar pengar på en nedåtgående marknad. Blankning kan även användas för att skydda sig mot värdefall i finansiella instrument som man även har en lång position i (prop. 2011/12:175 s. 10 f.).

AegirBio har genomfört en nyemission om totalt 490 000 aktier. Eminova har agerat som emissionsinstitut och finansiell rådgivare i nyemissionen.

AA har den 21 september 2021 mottagit 175 000 aktier i AegirBio. Aktierna såldes sedan av honom under perioden den 22–30 september 2021.

Avgörande för frågan om blankning har skett är om de aktier som AA har sålt under perioden den 22–30 september 2021 var lånade aktier.

AA anser att det är Eminova som, för egen del, har tecknat aktier i nyemissionen och lånat aktier från aktieägarna i AegirBio. AA anser vidare att Eminova sedan sålt 175 000 aktier i AegirBio till honom, dvs. de aktier som sedan såldes av AA under perioden den 22–30 september

2021. Finansinspektionen anser å sin sida att Eminova endast agerat på uppdrag av AA                      vad gäller teckning i nyemissionen och att Eminova har förmedlat lån av aktier mellan de långivande aktieägarna i AegirBio och AA                      . Finansinspektionen anser att AA                      därmed har sålt lånade aktier under perioden den 22–30 september 2021, dvs. genomfört blankningar.

Vem har tecknat aktier i nyemissionen i AegirBio?

Förvaltningsrätten konstaterar inledningsvis att det av 13 kap. 1 § aktiebolagslagen (2005:551), ABL, framgår att det som huvudregel är aktieägare som har företrädesrätt till de nya aktierna vid en nyemission. Enligt paragrafens andra stycke kan företrädesrätten även regleras på annat sätt, bl.a. till följd av bestämmelser i emissionsbeslutet. Enligt 13 kap. 18 § ABL ska styrelsen besluta om tilldelning till aktietecknarna när teckningen enligt 13 kap. 13 § ABL har avslutats.

Av protokoll från styrelsemöte i AegirBio den 17 september 2021 framgår att styrelsen beslutade om nyemission med stöd av bemyndigande enligt till protokollet bilagt förslag. Av bilagan till protokollet framgår att styrelsen beslutade med stöd av bemyndigande från årsstämman om en riktad nyemission om högst 490 000 aktier med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. Vidare anges i protokollet att rätt att teckna de nya aktierna tillkom bl.a. AA                      och att teckning av de nyemitterade aktierna skulle ske genom undertecknande av teckningslista.

Förvaltningsrätten konstaterar att det i underlaget i målet finns en handling benämnd ”Anmälningssedel för teckning av aktier i AegirBio AB” (anmälningssedeln). Anmälningssedeln är undertecknad av AA                      och Eminova den 16 september 2021. Av anmälningssedeln framgår bl.a. teckningskurs för nyemissionen i AegirBio som överensstämmer med de

uppgifter som framgår av ovan nämnt emissionsbeslut. Vidare anges att antal aktier som önskade tecknas var 175 000 aktier och att tilldelning meddelas genom utsänd avräkningsnota.

Av anmälningssedelns villkor framgår att Eminova tillhandahåller tjänsten ”utförande av order” till investerare. Enligt villkoren innebär tjänsten att Eminova på kundens dvs. AA s uppdrag, för kundens räkning och med kundens medel dels förvärvar de finansiella instrument som kunden erbjudits av en emittent, dels levererar instrumenten till den depå som kunden har angivit i teckningsanmälan. Av avtalsvillkoren framgår vidare att kundens order enligt undertecknad anmälningssedel ger Eminova fullmakt att för kundens räkning sälja, köpa eller teckna finansiella instrument enligt de villkor som gäller för aktuellt erbjudande.

I en handling benämnd ”Avräkningsnota” anges att den avser teckning vid nyemission i AegirBio av 175 000 aktier. Avräkningsnotan är utställd av Eminova till AA . I en handling benämnd ”Teckningslista” anges att Eminova genom fullmakt tecknat sig för totalt 490 000 aktier i samband med nyemission i AegirBio.

Förvaltningsrätten konstaterar att AegirBios styrelse har beslutat om nyemission med avvikelse från den företrädesrätt som framgår av ABL. Detta har skett genom emissionsbeslut av bolagets styrelse. Av beslutet om nyemission framgår att det är bl.a. AA som har haft rätt att teckna aktier i nyemissionen. Någon sådan rätt för Eminova kan, enligt förvaltningsrättens mening, inte utläsas av detta emissionsbeslut. Att det är AA som har haft rätt att teckna aktier i nyemissionen ligger även i linje med den kontakt som förekommit mellan inblandande parter inför emissionens genomförande och vad som uppgetts vid de vittnesförhör som har hållits vid den muntliga förhandlingen i målet.

Vidare anser förvaltningsrätten att anmälningssedeln med dess villkor, avräkningsnotan och teckningslistan ger stöd för bedömningen att Eminova har agerat på uppdrag av AA i rollen som emissionsinstitut och inte som för egen del handlande part gentemot AegirBio vid nyemissionen. För en sådan bedömning talar även vad som uppgetts vid de två vittnesförhör som hållits vid den muntliga förhandlingen i målet. DD har uppgett att Eminovas roll var att agera emissionsinstitut och att det var bl.a. AA som tecknade sig i nyemissionen. EE har uppgett bl.a. att transaktionsupplägget kring nyemissionen i princip redan var klart när Eminova kontaktades av företrädare för AegirBio och att Eminovas roll var att agera emissionsinstitut. Vidare är det AA som stått för betalningen av teckningslikviden i nyemissionen. Teckningslikviden har gått från AA via Eminovas klientmedelskonto och vidare till AegirBio.

Förvaltningsrätten anser alltså att underlaget i målet visar att det är AA som har tecknat aktier i nyemissionen i AegirBio. Att detta rent praktiskt har skett genom Eminovas försorg genom ifyllande av ovan nämnd teckningslista med fullmakt från AA medför ingen annan bedömning. Förvaltningsrätten anser vidare att anmälningssedeln inte kan anses utgöra något annat än underlag för teckning av aktier i nyemissionen i AegirBio. Anmälningssedeln utgör således, enligt förvaltningsrättens mening, inte ett avtal om köp av aktier mellan AA och Eminova. Inte heller i övrigt har det visats att AA på annat sätt har köpt aktier av Eminova. De aktier som AA har tecknat sig för genom aktuell anmälningssedel är de aktier i AegirBio som registrerades och emitterades av Euroclear den 25 oktober 2021.

#### Vem har lånat aktier i AegirBio?

Tre befintliga aktieägare i AegirBio (långivarna) har den 13 september 2021 ingått avtal med Eminova som undertecknande motpart. I avtalen anges att de

gäller förmedling av lån av aktier i AegirBio i samband med en riktad nyemission. Enligt avtalen avser långivarna att vederlagsfritt låna ut aktierna som en serviceåtgärd i syfte att underlätta för tecknare i emissionen, så att de kan handla med aktierna i tiden före det att deras egna nyemitterade aktier har hunnit skapas och levereras av Euroclear. Eminova anges i avtalen som "Förmedlaren" och som "Långgivaren" anges de tre respektive aktieägarna i AegirBio. Med "låntagare" avses enligt avtalen samtliga som har tecknat och betalat för aktier i nyemissionen i AegirBio.

Enligt avtalen skulle respektive långgivare föra över aktier i bolaget, dvs. AegirBio, till Eminovas värdepapperskonto senast den 14 september 2021 så att samtliga låntagare kunnat få dessa registrerade på sitt värdepapperskonto eller depå inom kort. Enligt avtalen skulle Eminova överföra relevant antal aktier som lånats ut av långivarna till låntagarens VP-konto eller aktiedepå när betalning erlagts. Eminova skulle även tillse att de låntagare som mottagit utlånade aktier från långivarna åtagit sig att återlämna motsvarande antal aktier och på förhand tillhandahålla långivarna med mallversion av denna åtagandehandling för eventuella synpunkter. Av avtalen framgår också att Eminova inom fem bankdagar efter det att emissionen registrerats hos Bolagsverket skulle överföra de nyemitterade aktierna som hör till respektive låntagare tillbaka till långivarna. Slutligen anges att parterna är överens om att förmedlaren inte har något ansvar gentemot långivarna för återlämnande av aktier enligt avtalen för det fall att emissionen inte har kunnat slutföras, aktierna inte har kunnat registreras hos Bolagsverket eller aktierna av annat skäl inte finns tillgängliga för återlämnande för förmedlaren.

Enligt förvaltningsrätten framgår det av avtalen att långivarna har lånat ut aktier i samband med den nyemission som genomförts i AegirBio, att aktierna skulle levereras till låntagarna via Eminova och att det funnits en skyldighet att återlämna aktier i AegirBio av samma slag och mängd till långivarna. Avtalen

ger enligt förvaltningsrätten även stöd för att Eminova har varit under-  
tecknande part i avtalen som en del i rollen som emissionsinstitut i aktuell  
nyemission och inte som för egen del agerande part. Förvaltningsrätten tolkar  
även avtalen på så sätt att det med ”låntagare” avser annan aktör än Eminova.

Frågan är då om AA är att anse som låntagare enligt ovan nämnda  
avtal, dvs. den som ska anses ha lånat aktierna från långivarna och om det i så  
fall funnits en skyldighet att återlämna aktierna till långivarna.

I det sakkunnigutlåtande som AA har åberopat i målet anges att  
uppfattningen bland personer som arbetar med nyemissioner är att aktielån,  
inom ramen för sedvanliga riktade emissioner, inte innebär att investerarna ska  
anses ha lånat aktierna. Vidare anges i utlåtandet att det är en förutsättning för  
investerare att de inte har en skyldighet att återlämna aktier vid något senare  
tillfälle utan kan omsätta mottagna aktier med fri förfoganderätt. Enligt  
förvaltningsrättens uppfattning visar dock handlingarna i målet att det är  
AA som har haft rätt att teckna och därefter har tecknat och betalat  
för aktier i nyemissionen i AegirBio. Förvaltningsrätten anser därför att det är  
AA som är ”låntagare” enligt avtalen mellan Eminova och  
aktieägarna i AegirBio. Det är därmed AA som är avsedd mottagare  
av de lånade aktierna enligt dessa avtal. Detta stämmer även överens med de  
faktiska omständigheter som föreligger i målet, dvs. att de utlånade aktierna  
har levererats från långivarna via Eminova till AA. Till stöd för en  
sådan tolkning talar också det som DD vid vittnesförhör uppgett  
om att aktierna i aktuellt fall lånades ut till AA och att de levererades  
genom Eminova och hanterades på särskilt emissionskonto.

Förvaltningsrätten konstaterar att det inte finns någon handling i målet med en  
uttryckligen dokumenterad återlämnandeskyldighet för AA avseende  
de aktier som han mottagit från långivarna. Exempelvis har den i målet aktuella  
anmälningssedeln saknat den informationstext som Eminova, enligt

DD , vanligtvis använder för att reglera lån av aktier i samband med nyemissioner. DD uppgav under vittnesförhøret att denna informationstext föll bort av misstag i den anmälningssedel som användes vid nu aktuell nyemission.

Även i avsaknad av en uttryckligen dokumenterad återlämnandeskyldighet anser förvaltningsrätten emellertid att de omständigheter och handlingar i övrigt som Finansinspektionen har åberopat visar att AA har haft en återlämnandeskyldighet. Förvaltningsrätten beaktar särskilt att AA har varit medveten om att aktierna som mottogs den 21 september 2021 var lånade från aktieägarna i AegirBio, att det inte kommit fram att långivarna skulle ha frånsagt sig rättigheten att få tillbaka aktier av samma slag och mängd eller att Eminova skulle ha åtagit sig en sådan skyldighet. Skyldigheten att lämna tillbaka aktier får enligt förvaltningsrättens mening anses åligga den som mottagit lånade aktier, dvs. AA , om inget annat har avtalats. Återlämnandet av aktier har därtill skett med de aktier som AA tecknat sig för i nyemissionen. Den omständigheten att det har varit Eminova som praktiskt har hanterat återlämnandet medför inte någon annan bedömning än att det är AA som ska anses ha reglerat aktielånet. Att det varit Eminova som har hanterat detta ligger även i linje med den roll som Eminova har haft i nyemissionen och det ansvar som Eminova har haft enligt avtalen om förmedling av aktielån.

AA har alltså mottagit lånade aktier i AegirBio med en skyldighet att återlämna dessa. Han har således sålt aktierna utan att äga dessa vid tidpunkterna för försäljning. De transaktioner som AA har genomfört utgör därmed enligt förvaltningsrättens bedömning blankningar enligt artikel 2.1 b blankningsförordningen. Vad AA har anfört om bl.a. tillämpligheten av den delegerade förordningen medför inte någon annan bedömning. Inte heller den omständigheten att AA inte har haft någon reell möjlighet att spekulera i en kursnedgång medför enligt

förvaltningsrättens mening att transaktionerna faller utanför blankningsförordningens definition av blankning, särskilt då blankning även kan användas för andra ändamål såsom t.ex. att skydda sig mot värdefall i finansiella instrument (se prop. 2011/12:175 s. 10 f.). Därtill har det i målet inte kommit fram att något av de undantag som stadgas i blankningsförordningen är tillämpliga på det transaktionsupplägg som har tillämpats i nu aktuell nyemission.

Sammantaget anser förvaltningsrätten att de transaktioner som AA har genomfört under perioden den 22–30 september 2021 med de aktier i AegirBio som han mottog den 21 september 2021 utgör blankningar enligt blankningsförordningen.

#### *Kort nettoposition*

Nästa fråga som förvaltningsrätten har att ta ställning till är om det vid transaktionernas genomförande och den 12 oktober 2021 uppstått kort nettoposition som AA vid fem tillfällen skulle ha anmält till Finansinspektionen och som vid fyra av dessa tillfällen även skulle ha offentliggjorts.

Enligt artikel 5 och artikel 9 blankningsförordningen ska en fysisk eller juridisk person som har en kort nettoposition i det emitterade aktiekapitalet för ett företag vars aktier är upptagna för handel på en handelsplats till den relevanta behöriga myndigheten anmäla om positionen uppnår eller sjunker under relevant tröskelvärde för anmälan. Ett relevant tröskelvärde för anmälan är 0,2 procent av det berörda företagets emitterade aktiekapital och varje steg om 0,1 procent däröver.

Enligt artikel 6 och artikel 9 blankningsförordningen ska en fysisk eller juridisk person som har en kort nettoposition i det emitterade aktiekapitalet för ett



företag vars aktier är upptagna för handel på en handelsplats offentliggöra uppgifter om positionen när den uppnår eller sjunker under relevant tröskelvärde för offentliggörande. Ett relevant tröskelvärde för offentliggörande är 0,5 procent av det berörda företags emitterade aktiekapital och varje steg om 0,1 procent däröver.

Enligt artikel 3.1 a blankningsförordningen är en kort position i emitterat aktiekapital en position som uppkommer genom en blankning av en aktie som emitterats av ett företag. Enligt artikel 3.2 a blankningsförordningen är en lång position i emitterat aktiekapital en position som uppkommer genom innehav av en aktie som emitterats av ett företag. Vid tillämpning av artikel 3.2 a blankningsförordningen ska en fysisk eller juridisk person anses inneha en aktie om denne äger aktien eller det finns en verkställbar fordran om överföring av äganderätt till aktien (se artikel 4 den delegerade förordningen).

Då förvaltningsrätten har konstaterat att AA:s transaktioner under perioden den 22–30 september 2021 utgör blankningar har det uppkommit kort position för honom i AegirBio. Vidare instämmer förvaltningsrätten i Finansinspektionens bedömning i det överklagade beslutet att AA har haft en kvittningsskild lång position i AegirBio först den dag då nyemissionen registrerades hos Bolagsverket, dvs. den 12 oktober 2021 (jfr artikel 3.2 a blankningsförordningen och 13 kap. 29 § ABL). AA:s försäljningar har alltså medfört kort nettoposition för honom i AegirBio.

Enligt artikel 9.2 blankningsförordningen är tidpunkten för beräkning av en kort nettoposition midnatt vid slutet av den handelsdag då bolaget eller personen fick den berörda positionen. Anmälan ska göras senast kl. 15:30 följande handelsdag.

Mot bakgrund av att en kort nettoposition ska beräknas den dag den uppstår och anmälas dagen efter instämmer förvaltningsrätten i Finansinspektionens

bedömning att AA har haft en sådan position i AegirBio som vid fem separata tillfällen uppnått eller sjunkit under relevanta tröskelvärden på ett sådant sätt att det har medfört en anmälningsskyldighet. Förvaltningsrätten anser, i likhet med Finansinspektionen, att dessa tillfällen är den 22, 28, 29 och 30 september 2021 då AA s korta nettoposition i AegirBios emitterade aktiekapital översteg relevant tröskelvärde samt den 12 oktober 2021 då AA s korta nettoposition nollställdes och därmed sjönk under relevant tröskelvärde. Dessutom skulle det vid fyra av dessa tillfällen även ha skett ett offentliggörande.

#### *Särskild avgift*

AA har alltså, i strid med artikel 5 blankningsförordningen, underlåtit att vid fem tillfällen anmäla kort nettoposition i AegirBio och det har vid fyra tillfällen, i strid med artikel 6 blankningsförordningen, inte skett offentliggörande av kort nettoposition i AegirBio. Enligt artikel 41 blankningsförordningen ska medlemsstaterna fastställa regler för sanktioner och administrativa åtgärder för överträdelser av förordningen. Enligt förordningen ska dessa vara effektiva, proportionella och avskräckande.

I 6 kap. 1 § första stycket första och andra punkten kompletteringslagen anges följaktligen att Finansinspektionen ska besluta att en särskild avgift ska tas ut av den som åsidosätter sina skyldigheter enligt blankningsförordningen genom att inte anmäla att en kort nettoposition i aktier har uppnått eller sjunkit under det relevanta tröskelvärdet för anmälan eller genom att inte offentliggöra uppgifter om en kort nettoposition i aktier när den har uppnått eller sjunkit under det relevanta tröskelvärdet för offentliggörande. Den särskilda avgiften ska enligt 7 § första punkten kompletteringslagen vara lägst 5 000 kr och högst 5 000 000 kr.

När Finansinspektionen fastställer en särskild avgift i ett enskilt fall utgår myndigheten från riktlinjer beslutade av dess styrelse och en schablontabell. För att uppnå en enhetlighet och likabehandling i vilka avgiftsnivåer som bestäms anser förvaltningsrätten att Finansinspektionens riktlinjer kan utgöra en utgångspunkt för bedömning av beloppens storlek. Det kan dock finnas fler faktorer som ska vägas in vid bestämmandet av avgiften. Det gör att en sammanvägd bedömning ofta behöver göras i det enskilda fallet (jfr HFD 2019 ref. 72 och HFD 2022 ref. 23).

Av förarbetena (prop. 2011/12:175 s. 25) framgår bl.a. följande. Faktorer som kan ha betydelse vid bestämmande av avgiften är t.ex. transaktionernas storlek, hur lång tid som en anmälan är försenad och det resultat som en överträdelse lett till. Blankningsförfordningens syfte att åstadkomma transparens på marknaden bör också beaktas. För att en särskild avgift ska kunna anses avskräckande bör också den ekonomiska styrkan hos den som begått överträdelsen beaktas. Det är rimligt att i mildrande riktning beakta om den som överträtt en bestämmelse självmant anmält detta och visat beslutsamhet att komma till rätta med t.ex. bristande rutiner som leder till överträdelser.

Finansinspektionen har bedömt att det är fråga om fem positionsförändringar som AA skulle ha anmält varav fyra även skulle ha offentliggjorts. Med utgångspunkt i schablontabellen har Finansinspektionen i det överklagade beslutet bedömt att varje anmälningspliktig positionsförändring bör motsvara en särskild avgift på 150 000 kr och varje positionsförändring som dessutom skulle ha offentliggjorts 400 000 kr per överträdelse. Finansinspektionen bedömde därmed att den särskilda avgiften sammantaget ska uppgå till 1 750 000 kr. Efter en proportionalitetsavvägning fastställde Finansinspektionen den särskilda avgiften till 1 500 000 kr.

Förvaltningsrätten har ovan bedömt att AA s transaktioner vid fem tillfällena har medfört en anmälningsplikt för honom. Någon anmälan har

emellertid inte skett vid något av dessa tillfällen. Den omständigheten att han helt har underlåtit att vid fem tillfällen anmäla kort nettoposition är försvårande. Utöver att förändringarna i den korta nettopositionen skulle ha anmälts så skulle uppgifter om positionen vid fyra tillfällen dessutom ha offentliggjorts. Det har inte kommit fram att överträdelserna har haft en konkret effekt på marknaden eller lett till skada för tredje man.

Underlåtenheten att uppfylla skyldigheten att anmäla och offentliggöra har emellertid, i strid med blankningsförordningens syfte, riskerat att minska transparensen på marknaden.

Vid bestämmandet av avgiftens storlek ska också beaktas att den ska ha en avskräckande effekt. Den ekonomiska styrkan hos AA behöver därför vägas in. Vidare kan storleken på de transaktioner som har genomförts beaktas. Det har inte framkommit uppgifter om AA:s ekonomiska styrka eller storleken på de transaktioner som genomförts som talar för en lägre avgift än den som Finansinspektionen har bestämt. Därtill får AA i sin roll som verkställande direktör för Modelio Equity AB förutsättas känna till gällande regelverk. Förvaltningsrätten anser att en särskild avgift om 1 500 000 kr inte är oproportionerligt hög.

Enligt 9 § kompletteringslagen får en särskild avgift efterges helt eller delvis om överträdelsen är ringa eller ursäktlig eller det annars finns särskilda skäl. I förarbetena (prop. 2011/12:175 s. 41 f.) anges att bedömningen bör utgå från omfattningen av överträdelsen i det enskilda fallet. Förvaltningsrätten anser att överträdelserna inte är ringa eller ursäktliga eller att det annars finns särskilda skäl att efterge den särskilda avgiften.

#### *Sammanfattning*

Förvaltningsrätten anser sammanfattningsvis att det är AA som har haft rätt att teckna aktier i nyemissionen i AegirBio och att någon sådan rätt

inte har tillkommit Eminova. Därefter har AA, genom Eminova, tecknat sig för och betalat för aktier. De 175 000 aktier som AA mottagit den 21 september 2021 har emellertid utgjorts av lånade aktier från de tre långgivande aktieägarna i AegirBio. Vid AA:s försäljningar av aktierna har han genomfört blankningar enligt artikel 2.1 b blankningsförordningen. Då AA vid tidpunkten för transaktionerna inte haft någon motsvarande lång position i AegirBio har det därmed uppstått kort nettoposition för honom i aktier i AegirBio som vid fyra tillfällen skulle ha anmälts till Finansinspektionen. En anmälan skulle även ha skett den 12 oktober 2021 då AA fick en kvittningsskild lång position i AegirBio. Vid fyra av dessa tillfällen skulle också offentliggörande ha skett. Några anmälningar eller offentliggöranden har inte gjorts och Finansinspektionen har därför haft skäl att påföra AA en särskild avgift. Förvaltningsrätten har slutligen ansett att en särskild avgift om 1 500 000 kr är effektiv, proportionerlig och avskräckande.

Sammantaget har Finansinspektionen haft fog för sitt beslut och överklagandet ska därför avslås.

### HUR MAN ÖVERKLAGAR

Detta avgörande kan överklagas. Information om hur man överklagar finns i bilaga 2 (FR-03).

Caroline Dyrefors Grufman  
Chefsrådman

Nämndemännen Walle-Arlid Johnsen, Magnus Kristiansson och Matilde Linder har också deltagit i avgörandet. Niclas Lundgren har varit föredragande.