



**FÖRVALTNINGSRÄTTEN  
I STOCKHOLM**  
Avdelning 6

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

Mål nr  
14481-23

### **KLAGANDE**

Modelio Equity AB, 559078-4848

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 Modelio Equity AB (Modelio) var en av dem. Den 21 september 2021 levererades 216 000 aktier i AegirBio av Eminova till Modelios aktiedepå. Aktierna kom från de långivande aktieägarna i AegirBio. Under perioden den 5–7 oktober 2021 sålde Modelio 216 000 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 Modelio ska betala en särskild avgift enligt lagen (2012:735) med kompletterande bestämmelser till EU:s blankningsförordning (kompletteringslagen) om 2 500 000 kr för underlåtenhet att anmäla till Finansinspektionen att bolagets korta nettosition i aktier i AegirBio vid fyra tillfällen har uppnått eller sjunkit under relevanta

---

<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.

tröskelvärden för anmälan. Utöver att förändringarna i den korta netto-positionen skulle ha anmälts skulle uppgifter om tre av positionerna dessutom ha offentliggjorts. De vidare skälen för beslutet framgår av bilaga 1.

#### **YRKANDEN M.M.**

**Modelio** 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. Modelio 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. Modelio 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.

Modelio är inte part i de avtal om aktielån som finns i målet. Modelio har inte givit Eminova rätt att låna aktier för bolagets räkning. Modelio har därför inte heller trätt in som part i dessa avtal genom Eminovas handlande. Det saknas en dokumenterad återlämnandeskyldighet för Modelio vad gäller mottagna aktier i AegirBio. Det är även fel att påstå att Modelio skulle ha en återlämnandeskyldighet endast genom att bolaget har mottagit aktier i AegirBio. Modelio har i stället köpt aktier i AegirBio av Eminova genom den anmälningssedel som Modelio 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. Modelio anges inte i denna teckningslista. Modelio 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 Modelio 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, likviditetströskelvärden 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 Modelio. De aktier som Modelio 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 Modelio 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. Modelio har inte kunnat dra fördel av någon sjunkande aktiekurs. Det vore därför meningslöst att ålägga Modelio att anmäla en eventuell kort nettoposition. Eftersom Modelio 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 Modelio inte lånat några aktier från aktieägarna i AegirBio eller från Eminova. Bolaget har i stället köpt 216 000 aktier i AegirBio från Eminova. Bolagets försäljningar av aktierna har därför inte utgjort blankningar enligt blankningsförordningen. Bolaget har således inte haft någon kort nettoposition i AegirBio och det har därför inte funnits en skyldighet för bolaget att göra någon anmälan till Finansinspektionen.

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

**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 jämföra 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 Modelio 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 Modelio 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 Modelios räkning, vilket framgår av den anmälningssedel som finns i målet. Av de avtalsvillkor som hör till anmälningssedeln följer att Eminovas uppdrag i förhållande till Modelio har

varit att för bolagets räkning och med bolagets medel förvärva de finansiella instrument som Modelio erbjudits av AegirBio. Uppdraget har alltså uttryckligen bestått i att för Modelios räkning förvärva de nyemitterade aktierna. Det tydliggörs också i anmälningssedelns avtalsvillkor att Modelios order enligt anmälningssedeln har givit Eminova fullmakt att teckna aktier åt bolaget. 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 Modelio som är den part som har tecknat aktier i nyemissionen och lånat aktier genom förmedling av Eminova. Det är Modelio som har haft en skyldighet att lämna tillbaka aktier av samma mängd och samma slag till de långivande aktieägarna i AegirBio.

Anmälningssedeln kan inte tolkas som ett köpeavtal mellan Modelio och Eminova. Att informationsrutan om aktielån inte fanns med i anmälningssedeln är inte heller avgörande för frågan om Modelio har lånat aktier från de långivande aktieägarna i AegirBio. Vidare framgår av avräkningsnotan att Modelios 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 Modelio. Sammantaget har Modelios 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 Modelios försäljningar av aktier i AegirBio under perioden den 5–7 oktober 2021 utgjort blankningar enligt artikel 2.1 b blankningsförordningen. Om så är fallet är frågan om det för Modelio under denna period och den 12 oktober 2021 uppstått kort nettoposition i AegirBio som bolaget vid fyra tillfällen skulle ha anmält och som vid tre tillfällen skulle ha offentliggjorts samt om Finansinspektionen således har haft skäl att påföra bolaget 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 5–7 oktober 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 systemrisk, 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 spekulation 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. Modelio har den 21 september 2021 mottagit 216 000 aktier i AegirBio. Aktierna såldes sedan av bolaget under perioden den 5–7 oktober 2021.

Avgörande för frågan om blankning har skett är om de aktier som Modelio har sålt under perioden den 5–7 oktober 2021 var lånade aktier.

Modelio anser att det är Eminova som, för egen del, har tecknat aktier i nyemissionen och lånat aktier från aktieägarna i AegirBio. Modelio anser vidare att Eminova sedan sålt 216 000 aktier i AegirBio till Modelio, dvs. de aktier som sedan såldes av Modelio under perioden den 5–7 oktober 2021. Finansinspektionen anser å sin sida att Eminova endast agerat på uppdrag av Modelio vad gäller teckning i nyemissionen och att Eminova har förmedlat lån av aktier mellan de långivande aktieägarna i AegirBio och Modelio. Finansinspektionen anser att Modelio därmed har sålt lånade aktier under perioden den 5–7 oktober 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. Modelio 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 företrädare för Modelio 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 216 000 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. Modelios 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 216 000 aktier. Avräkningsnotan är utställd av Eminova till Modelio. 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. Modelio 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 Modelio 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 Modelio 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. Modelio 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 Modelio som stått för betalningen av teckningslikviden i nyemissionen. Teckningslikviden har gått från Modelio via Eminovas klientmedelskonto och vidare till AegirBio.

Förvaltningsrätten anser alltså att underlaget i målet visar att det är Modelio 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 Modelio 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 Modelio och Eminova. Inte heller i övrigt har det visats att Modelio på annat sätt har köpt aktier av Eminova. De aktier som Modelio 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 "Långivaren" 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 Modelio 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 Modelio 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 Modelio som har haft rätt att teckna och därefter har tecknat och betalat för aktier i nyemissionen i AegirBio. Förvaltningsrätten anser därför att det är Modelio som är ”låntagare” enligt avtalen mellan Eminova och aktieägarna i AegirBio. Det är därmed Modelio 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 Modelio. Till stöd för en sådan tolkning talar också det som DD vid vittnesförhör uppgett om att aktierna i aktuellt fall lånades ut till Modelio 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 Modelio avseende de aktier som bolaget 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 vittnesförhöret 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 Modelio har haft en återlämnandeskyldighet. Förvaltningsrätten beaktar särskilt att Modelio har varit medvetet om att aktierna som mottogs den 21 september 2021 var lånade från aktieägarna i AegirBio, att det inte kommit fram att långivarna skulle ha fransagt 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. Modelio, om inget annat har avtalats.

Återlämnandet av aktier har därtill skett med de aktier som Modelio 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 Modelio 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.

Modelio har alltså mottagit lånade aktier i AegirBio med en skyldighet att återlämna dessa. Bolaget har således sålt aktierna utan att äga dessa vid tidpunkterna för försäljning. De transaktioner som Modelio har genomfört utgör därmed enligt förvaltningsrättens bedömning blankning enligt artikel 2.1 b blankningsförordningen. Vad Modelio har anfört om bl.a. tillämpligheten av den delegerade förordningen medför inte någon annan bedömning. Inte heller den omständigheten att Modelio 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 Modelio har genomfört under perioden den 5–7 oktober 2021 med de aktier i AegirBio som bolaget 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 Modelio vid fyra tillfällen skulle ha anmält till Finansinspektionen och som vid tre 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 företags 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 Modelios transaktioner under perioden den 5–7 oktober 2021 utgör blankningar har det uppkommit kort position för bolaget i AegirBio. Vidare instämmer förvaltningsrätten i Finansinspektionens bedömning i det överklagade beslutet att Modelio har haft en kvittningstill 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). Modelios försäljningar har alltså medfört kort nettoposition för bolaget i AegirBio.

Enligt artikel 9.2 blankningsförordningen är tidpunkten för beräkning av en kort nettoposition midnatt vid slutet av den handelsdag då bolaget 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 bolaget har haft en sådan position i AegirBio som vid fyra separata tillfällen uppnått eller sjunkit under relevanta tröskelvärden på ett sådant sätt att det har medfört en anmälningsplikt. Förvaltningsrätten anser, i likhet med Finansinspektionen, att dessa tillfällen är den 5, 6 och 7 oktober 2021 då Modelios korta nettoposition i AegirBios emitterade aktiekapital översteg relevant tröskelvärde samt den 12 oktober 2021 då Modelios korta nettoposition nollställdes och därmed sjönk under relevant tröskelvärde. Dessutom skulle det vid tre av dessa tillfällen även ha skett ett offentliggörande.

#### *Särskild avgift*

Modelio har alltså, i strid med artikel 5 blankningsförordningen, underlåtit att vid fyra tillfällen anmäla kort nettoposition i AegirBio och det har vid tre 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. Blankningsförordningens 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 fyra positionsförändringar som Modelio skulle ha anmält varav tre 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 450 000 kr och varje positionsförändring som dessutom skulle ha offentliggjorts 800 000 kr per överträdelse. Finansinspektionen bedömde därmed att den särskilda avgiften sammantaget ska uppgå till

2 850 000 kr. Efter en proportionalitetsavvägning fastställde Finansinspektionen den särskilda avgiften till 2 500 000 kr.

Förvaltningsrätten har ovan bedömt att Modelios transaktioner vid fyra tillfällen har medfört en anmälningsskyldighet för bolaget. Någon anmälan har emellertid inte skett vid något av dessa tillfällen. Den omständigheten att bolaget helt har underlåtit att anmäla kort nettoposition är försvårande. Utöver att förändringarna i den korta nettopositionen skulle ha anmälts så skulle uppgifter om tre av positionerna 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 bolaget behöver därför vägas in. Vidare kan storleken på de transaktioner som har genomförts beaktas. Det har inte framkommit uppgifter om Modelios ekonomiska styrka eller storleken på de transaktioner som genomförts som talar för en lägre avgift än den som Finansinspektionen har bestämt. Därtill är Modelio en professionell aktör som får förutsättas känna till gällande regelverk. Förvaltningsrätten anser att en särskild avgift om 2 500 000 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 Modelio som har haft rätt att teckna aktier i nyemissionen i AegirBio och att någon sådan rätt inte har tillkommit Eminova. Därefter har Modelio, genom Eminova, tecknat sig för och betalat för aktier. De 216 000 aktier som Modelio mottagit den 21 september 2021 har emellertid utgjorts av lånade aktier från de tre långivande aktieägarna i AegirBio. Vid Modelios försäljningar av aktierna har bolaget genomfört blankningar enligt artikel 2.1 b blankningsförordningen. Då Modelio vid tidpunkten för transaktionerna inte haft någon motsvarande lång position i AegirBio har det därmed uppstått kort nettoposition för bolaget i aktier i AegirBio som vid tre tillfällen skulle ha anmälts till Finansinspektionen. En anmälan skulle även ha skett den 12 oktober 2021 då Modelio fick en kvittningstill lång position i AegirBio. Vid tre av dessa tillfällen skulle också offentliggörande ha skett. Några anmälningar eller offentliggöranden har inte gjorts och Finansinspektionen har därför haft skäl att påföra Modelio en särskild avgift. Förvaltningsrätten har slutligen ansett att en särskild avgift om 2 500 000 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.