

Part

Nasdaq Stockholm Aktiebolag, 556420-8394, 105 78 Stockholm

Ombud: Advokaterna AA och BB

Saken

Missbruk av en dominerande ställning enligt 2 kap. 7 § konkurrenslagen (2008:579), KL, och artikel 102 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt, FEUF; nu fråga om interimistiskt beslut enligt 3 kap. 1 och 3 §§ samt 6 kap. 1 § KL

Beslut

Konkurrensverket ålägger, enligt 3 kap. 1 och 3 §§ KL, Nasdaq Stockholm Aktiebolag (Nasdaq) att inte ta upp aktier i bolag noterade på NGM Nordic SME till handel på någon av Nasdaqs handelsplatser, som inte är en tillväxtmarknad för små och medelstora företag enligt 11 kap. 13 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (LVPM), med annat än att emittenterna vars aktier det gäller har lämnat sitt uttryckliga samtycke till att deras aktier tas upp till handel även på Nasdaqs handelsplats.

Detta beslut gäller omedelbart och för tiden till dess att frågan slutligt har avgjorts eller annat har beslutats.

Detta beslut förenas med vite om femtio miljoner (50 000 000) kronor.

Innehåll

Bakgrund	3
Allmänt	3
Klagomålet	3
Konkurrensverkets utredning	4
Det finansiella regelverket	5
Marknadsförhållanden.....	7
Skälen för beslutet	10
Allmänt om förutsättningarna för interimistiska ålägganden.....	10
Det föreligger sannolikt en överträdelse av förbuden i 2 kap. 7 § KL och artikel 102 FEUF	11
Inledning	11
Företagskriteriet	11
Relevant marknad.....	11
Dominerande ställning.....	16
Missbruk av en dominerande ställning	19
Tillämpningen av artikel 102 FEUF.....	32
Sammanfattande slutsats avseende frågan om missbruk av en dominerande ställning	33
Det föreligger särskilda skäl att meddela ett åläggande för tiden till dess att frågan slutligt har avgjorts	33
Det föreligger fara i dröjsmål	33
Ett interimistiskt beslut är motiverat.....	34
Utformningen av åläggandet.....	35
Vite	36
Hur man överklagar	37

Bakgrund

Allmänt

1. Nasdaq ingår sedan mer än ett decennium i en global koncern vars moderbolag är hemmahörande i USA. Nasdaqs föregångare, Stockholmsbörsen (tidigare kallad Stockholms fondbörs) hade fram till 1993 ett legalt monopol på börshandel med aktier i Sverige. Trots att Nasdaqs (då Stockholmsbörsen) legala monopol upphörde 1993 var det egentligen först genom den avreglering av börshandeln inom Europeiska unionen (EU) som genomfördes enligt det så kallade MiFID-direktivet¹ (nedan MiFID I) 2007 som aktiehandeln i Sverige blev konkurrensutsatt.
2. Nasdaq har i ett meddelande den 5 maj 2022 – IT Notice 21/22 – aviserat att bolaget avser att erbjuda handel i aktier som är noterade på konkurrenten Nordic Growth Market NGM AB:s (NGM) tillväxtmarknad NGM Nordic SME. De första aktierna planeras att tas upp till handel den 8 juni 2022.² Det framgår också att Nasdaq avser att ta upp aktierna till handel under ett nytt segment på sin MTF, First North Sweden MTF, som inte är registrerad som en tillväxtmarknad. Det nya segmentet benämns som First North Trading List Sweden. I ett nytt meddelande den 13 maj 2022 – IT Notice 22/22 – informerade Nasdaq om 15 bolag, vars aktier kommer att tas upp handel den 8 juni 2022.³

Klagomålet

3. Den 12 maj 2022 inkom NGM med ett klagomål till Konkurrensverket. I klagomålet hemställs att Konkurrensverket interimistiskt ska ålägga Nasdaq att inte införa sekundärhandel i bolag primärnoterade hos NGM (på det sätt som Nasdaq aviserat). Enligt klagomålet utgör Nasdaqs agerande ett missbruk av företagets dominerande ställning i strid med 2 kap. 7 § KL och artikel 102 FEUF.
4. NGM gör i klagomålet gällande i huvudsak följande.
5. Sekundärhandel innebär att det är möjligt för en marknadsplats att erbjuda handel i en aktie trots att emittenten inte ansökt om handel på den marknadsplatsen utan valt att notera sig på en annan marknadsplats. Att en tidigare monopolist som Nasdaq erbjuder sekundärhandel i små- och medelstora bolag hos en mindre konkurrent i det egna landet är en unik

¹ Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG.

² Handl.nr 3, IT Notice 5 maj 2022.

³ Handl.nr 9, IT Notice 13 maj 2022.

händelse. Rent praktiskt är det endast möjligt genom att Nasdaq utnyttjar ett kryphål i det finansiella regelverket.

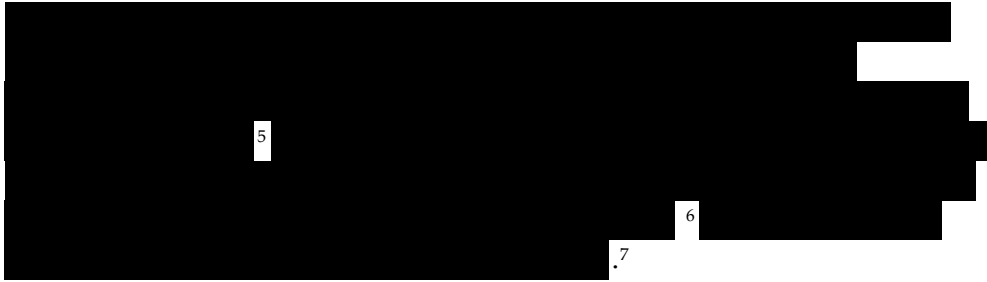
6. För bolag som är primärnoterade på en tillväxtmarknad krävs att emittenten (det noterade bolaget) självt informeras och väljer att inte invända mot sekundärhandel i sin aktie på en annan tillväxtmarknad. Nasdaq planerar emellertid inte att erbjuda sekundärhandel på sin vanliga tillväxtmarknad utan i stället på en så kallad MTF. Vid sekundärhandel på en MTF från en tillväxtmarknad finns inte enligt ordalydelsen i det finansiella regelverket något uttryckligt motsvarande krav på samtycke. Reglerna om samtycke har tillkommit för att skydda likviditeten i små och medelstora företag (SME-bolag). Nasdaqs tillvägagångssätt möjliggörs därför sannolikt av ett oförutsett kryphål i regleringen där Nasdaq tar upp NGM bolagen till handel mot deras vilja och utan att be om lov.
7. Genom att ta upp aktierna till sekundärhandel kan Nasdaqs handelsmedlemmar handla aktier på NGM till Nasdaqs prislister. Nasdaq har, under tiden för börsmonopolet, kunnat bygga upp stora skalfördelar. De tillämpar låga transaktionsavgifter baserade på stora flöden av handel i stora bolag samt har betydande intäkter från försäljning av marknadsdata och noteringsavgifter. NGM kan inte med lönsamhet matcha Nasdaqs transaktionsavgifter. Förfarandet skulle i slutänden resultera i att det inte är möjligt med fortsatt lönsam drift av NGM:s verksamhet.
8. NGM är ett alternativ till marknadsledaren Nasdaq för bolag som söker sig till kapitalmarknaderna för finansiering och har i konkurrens med den tidigare monopolisten, lyckats attrahera ett stort antal bolag. Nasdaqs planerade förfarande är riktat mot en konkurrent och riskerar att slå ut konkurrensen mellan marknadsplatserna. Detta på ett sätt som inte kan beskrivas som pris- eller prestationskonkurrens. Förfarandet kommer även att innebära sämre villkor för de bolag som valt att notera sig hos NGM i stället för hos Nasdaq.

Konkurrensverkets utredning

9. Konkurrensverket har inom ramen för hittillsvarande utredning av klagomålet begärt kompletterande uppgifter från NGM samt ålagt Nasdaq att yttra sig över klagomålet och inkomma med uppgifter. Konkurrensverket har dessutom haft möte med både Nasdaq och NGM och hämtat in uppgifter från bl.a. Europeiska värdepappersmyndigheten, Esma,⁴ Finansinspektionen, Spotlight Group AB (Spotlight) samt andra företag, myndigheter och organisationer som är berörda av Nasdaqs planerade förfarande.

⁴ European Securities and Markets Authority. Esma är en oberoende EU-myndighet som ska stärka investerarskyddet och främja stabila och korrekt fungerande finansmarknader. Se <https://www.esma.europa.eu/>.

10.



Det finansiella regelverket

11. Genom avregleringen som skedde enligt MiFID I förbjöds i princip legala nationella börsmonopol. MiFID I genomfördes i Sverige genom LVPM och Finansinspektionens därtill hörande föreskrifter. Syftena med MiFID I var att skapa bättre konkurrensförutsättningar i aktiehandeln och att stärka skyddet för investerare.
12. Avregleringen innebar att det blev möjligt att ta upp ett och samma finansiella instrument, såsom aktier, till handel på flera olika handelsplatser. Att ta upp finansiella instrument, t.ex. aktier, till handel på en annan handelsplats än där de är primärnoterade benämns i det här beslutet sekundärnotering.
13. I och med MiFID I infördes också krav på "bästa möjliga utförande" (best execution) som innebär att värdepappersföretagen, dvs. de som utför handel på handelsplatserna, är skyldiga att utföra kundorder på de villkor som är mest förmånliga för kunden.
14. Avregleringen gynnade framväxten av ett flertal handelsplattformar, Multilateral Trading Facilities (så kallade MTF:er), som erbjöd handel med värdepapper som noterats på de så kallade primärmarknaderna, alltså på de etablerade börserna. Avregleringen resulterade alltså i att handel med aktier därefter skedde på två olika kategorier av handelsplatser; så kallade reglerade marknader och MTF:er.
15. Genom MiFID II, som i Sverige genomfördes genom lagändringar som trädde i kraft 2018, etablerades en tredje typ av handelsplats som ska gynna små och medelstora företag, nämligen tillväxtmarknader för små och medelstora företag (tillväxtmarknader). På en sådan handelsplats ska majoriteten emittenter, vars finansiella instrument är föremål för handel på plattformen, vara små och medelstora företag. En tillväxtmarknad måste

⁵ 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.

⁶ Handl.nr 95, Tjänsteanteckning från möte med Nasdaq, s. 3.

⁷ Handl.nr 91, Svar på åläggande från Nasdaq, s. 2.

också uppställa kriterier, ha system för kontroll och tillse att emittenterna uppfyller krav bl.a. avseende rapportering.⁸

16. Reglerna om tillväxtmarknader syftar bl.a. till att göra det lättare för små och medelstora företag att få tillgång till kapital och att främja vidareutvecklingen av specialiserade marknader som syftar till att tillgodose behoven hos sådana företag.⁹
17. En av de lagändringar som föranleddes av MiFID II är regleringen i 11 kap. 15 § LVPM. Av lagrummet följer att om en emittents finansiella instrument har tagits upp till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag så får handel med samma instrument ske på en annan sådan handelsplats endast om emittenten har informerats och inte motsatt sig sekundärnoteringen. I det följande benämns detta krav även som att emittenten ska ha samtyckt till sekundärnoteringen (samtyckeskrav).
18. Genom regleringen i 11 kap. 15 § LVPM genomfördes artikel 33.7 i MiFID II.
19. Syftet med kravet på att finansiella instrument (t.ex. aktier) som har noterats på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag får sekundärnoteras på en annan tillväxtmarknad endast om emittenten har informerats och inte har invänt mot sekundärnoteringen är att skydda emittenter från fragmenterad likviditet genom att handeln sprids på flera handelsplatser.¹⁰
20. Som följer av lagtexten krävs emittentens samtycke endast om sekundärnoteringen ska ske på en annan tillväxtmarknad för små och medelstora företag.
21. Som regleringen på det finansiella området är utformad är det alltså rättsligt möjligt att sekundärnotera finansiella instrument, som är noterade på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag, på en annan typ av handelsplats, såsom en MTF som inte har registrerats som en tillväxtmarknad för små och medelstora företag, utan emittentens samtycke.
22. I MiFID II eller i de svenska förarbetena som genomför direktivet anges inte varför det inte uppställs något samtyckeskrav vid sekundärnotering på andra MTF:er än en tillväxtmarknad för små och medelstora företag. Det har inte heller framkommit något i Konkurrensverkets utredning som tyder på att en fragmenterad likviditet för små och medelstora företag skulle vara mindre problematisk om sekundärnotering sker på en annan MTF än på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag. Anledningen till att samtycke inte krävs för sådan sekundärnotering på en annan MTF synes i

⁸ 11 kap. 13 § LVPM.

⁹ Prop. 2016/17:162 s. 311.

¹⁰ Handl.nr 163, Tjänsteanteckning från möte med Esmå, s. 2.

stället vara att det vid antagandet av MiFID II inte förutsågs att finansiella instrument som noterats på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag skulle kunna komma att sekundärnoteras på andra handelsplatser än tillväxtmarknader för små och medelstora företag och det därför inte förutsågs finnas något behov av att uppställa krav på samtycke från emittenten för sådan notering.

23. Esma har i enlighet med vad som föreskrivs i MiFID II¹¹, gjort en utvärdering av tillväxtmarknadsregleringen som Esma tillsänt Europeiska kommissionen. Esma anser, och har i sin utvärdering föreslagit, att kravet på samtycke utsträcks så att samtycke krävs för all form av sekundärnotering av finansiella instrument som är primärnoterade på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag. Som skäl för ett sådant utökat krav på samtycke har Esma angett att det skulle minska riskerna för fragmentering av likviditet och ge emittenten viss kontroll över risken för splittrad likviditet. Av utvärderingen framgår också att en stor majoritet av de respondenter som lämnat synpunkter på bl.a. ändringar i regleringen av tillväxtmarknader som Esma föreslagit i ett så kallat *consultation paper* delar Esmas uppfattning att samtyckeskravet bör utvidgas till att gälla all sekundärnotering, oavsett på vilken typ av handelsplats den är tänkt att ske, och att respondenterna som argument för en sådan utvidgning har framfört just de skäl som Esma har angett i sin rapport.¹²

Marknadsförhållanden

24. Att förbättra förutsättningarna för kapitalmarknadsfinansiering för små och medelstora företag är ett särskilt mål för Europeiska unionen och utgör en del i planerna på att skapa en kapitalmarknadsunion. Möjligheten för små och medelstora företag att notera sig genom tillväxtmarknader är en del i denna målsättning.¹³
25. Sverige har i jämförelse med övriga Europa en tämligen unik marknad för små och medelstora bolag och har av Esma lyfts upp som ett framgångs-exempel för övriga EU.¹⁴ Sverige är den enda marknaden med tre registrerade tillväxtmarknader för små och medelstora bolag, vilka tillsammans stod för ungefär 40 procent av handelsvolymerna på de europeiska tillväxtmarknaderna 2019 (tvåa var Storbritannien med 35 procent av handeln).¹⁵ I dag är ungefär 680 bolag noterade på de svenska tillväxtmarknaderna och representerar gemensamt ett börsvärde om cirka

¹¹ Jfr artikel 90(1)(b) i MiFID II.

¹² Handl.nr 136, Esma, MiFID II Review Report, bl.a. avsnitt 4.5.2.3 och 4.5.1.3.

¹³ Regeringskansliet Faktapromemoria 2017/18:FPM106, "Bättre tillgång till kapitalmarknadsfinansiering för små och medelstora företag. Jfr även Handl.nr 163, Tjänsteanteckning från möte med Esma, s. 1.

¹⁴ Handl.nr 163, Tjänsteanteckning från möte med Esma, s. 2.

¹⁵ Handl.nr 136, Esma, MiFID II Review Report, s. 9.

651 miljarder kronor.¹⁶ Samtidigt är handeln på dessa handelsplatser försvinnande liten i jämförelse med Nasdaq OMX Stockholm.

26. I Sverige bedriver företagen Nasdaq, NGM och Spotlight Group AB (Spotlight) tillväxtmarknader för små och medelstora företag. Deras respektive marknader är registrerade som First North Sweden Growth Market (First North), NGM Nordic SME, och Spotlight Stock Market. Tillväxtmarknaderna erbjuder bolag (emittenter) notering på handelsplatsen, och erbjuder börsmedlemmar (handlare) att handla i bolagens värdepapper. Därtill erbjuds olika kringtjänster i form av rådgivning för emittenterna, marknadsföring av emittenter och försäljning av marknadsdata. Både Nasdaq och NGM har egenutvecklade handelssystem, INET respektive Elastica, som dessutom upplåts till systemkunder.¹⁷
27. Nasdaqs First North är den överlägset största tillväxtmarknaden i Sverige med 54 börsmedlemmar.¹⁸ Det kan jämföras med NGM Nordic SME som har 25 börsmedlemmar,¹⁹ och Spotlight Stock Market som enligt sin webbplats har 19 medlemmar. I princip samtliga medlemmar på NGM Nordic SME och Spotlight Stock Market är också medlemmar på First North. Nasdaq har däremot ett antal ytterligare medlemmar. För samtliga tre handelsplatser gäller att Avanza och Nordnet är de största medlemmarna, både sett till handelsvolym och ordervolym.²⁰
28. First North har 438 noterade bolag och en omsättning för handel (turnover) som under 2021 omsatte cirka 1 000 miljarder kronor²¹ Det kan jämföras med NGM:s 77 noterade bolag och 67 miljarder kronor omsättning samt Spotlights 168 bolag och 67 miljarder kronor omsättning.²² Vad gäller storleken på bolagen som är listade på respektive handelsplats har First Norths portfölj i jämförelse en övervikt mot större bolag.²³

¹⁶ Handl.nr 130, Sammanställning av börsvärde på tillväxtmarknader.

¹⁷ Spotlight är i dag en systemkund hos NGM, se bl.a. Handl.nr 2, Klagomål från NGM, s. 7 (p. 32), och Handl.nr 111, E-post från Spotlight.

¹⁸ Handl.nr 93, Bilaga 2 till svar på åläggande från Nasdaq.

¹⁹ Handl.nr 86, Bilaga 1 till NGM:s svar på åläggande, s. 9.

²⁰ Handl.nr 93, Bilaga 2 till svar på åläggande från Nasdaq; Handl.nr 86, Bilaga 1 till NGM:s svar på åläggande, s. 10, och Handl.nr 145, Sammanställning handelsvolym, medlemmar Spotlight.

²¹ Notera att handelsvolymerna avser statistik på medlemnivå som blir dubbelt så hög jämfört med statistik på bolagsnivå eftersom man räknar köpare och säljare var för sig. Handl.nr. 91, Svar på åläggande från Nasdaq, s. 3, och Handl.nr 93, Bilaga 2 till svar på åläggande från Nasdaq.

²² Se Handl.nr 2, Klagomålet från NGM, s. 4; Handl.nr 86, Bilaga 1 till NGM:s svar på åläggande, s. 10; Handl.nr 142, Marknadsövervakningsrapport 2021, Spotlight, s. 4, och Handl.nr 145, Sammanställning handelsvolym, medlemmar Spotlight.

²³ Handl.nr 130, Sammanställning av börsvärde på tillväxtmarknader. Se även Handl.nr 95, Tjänsteanteckning, möte med Nasdaq, s. 2, och Handl.nr 152, Tjänsteanteckning från möte med Spotlight, s. 1.



29. Tillväxtmarknadernas intäkter består främst i olika avgifter från emittenterna och börsmedlemmar. Avgiftsstrukturen skiljer sig åt mellan Nasdaqs First North och NGM Nordic SME.
30. NGM har angett att deras modell är inriktad på att erbjuda högsta möjliga värde till de bolag som väljer att emittera sina värdepapper på deras plattform.²⁴ Detta görs genom att erbjuda stödfunktioner till de bolag som väljer att notera sig på NGM:s handelsplattform och genom att erbjuda intäktsdelning av handelsintäkter hänförliga till stamaktier,²⁵ dvs. en slags subventionering av noteringssidan med handelsintäkter. Denna intäktsdelning ses av NGM som en kostnadsreducering för den månatliga kostnaden för att vara noterad.²⁶
31. Då det finns efterfrågan på handel i de bolag som noteras hos NGM, kan NGM hålla en högre avgiftsnivå gentemot handelsledet än gentemot emittenterna jämfört med Nasdaq utan att riskera förlust av marknadsandelar. Genom detta kan de erbjuda även bolag med låga handelsvolymmer en plats att notera sig på till låg kostnad och möjlighet till kostnadsreducering.²⁷ Enligt NGM har detta inneburit att de framgångsrikt kunnat konkurrera om noteringar av företag som även är intressanta för Nasdaq.²⁸
32. Spotlights verksamhet är också inriktad på att attrahera bolag att notera sig på Spotlights handelsplats. Spotlight arbetar t.ex. med service till bolagen i form av juridiskt stöd, synlighet mot investerare och att skapa trygghet kring emissionen för bolagen.²⁹
33. Nasdaqs affärsmodell kännetecknas av att deras reglerade marknader utgör huvuddelen av verksamheten; på Nasdaqs reglerade marknad förekommer bl.a. de mest omsatta svenska aktierna (index OMXS30).³⁰ Nasdaq har låga transaktionsavgifter medan bolaget tillämpar ytterligare avgifter. I och med de stora handelsvolymerna som förekommer på Nasdaqs reglerade marknader kan Nasdaq sälja stora mängder marknadsdata.³¹ Nasdaq tillämpar justerade avgifter för notering av aktier, där bolag med högre marknadskapitalisering (MCAP), dvs. totalt marknadsvärde, betalar högre emittentavgifter.³²

²⁴ Handl.nr. 39, Presentation från NGM, bl.a. s. 4-5.

²⁵ Handl.nr 39, Presentation från NGM, s. 5 och 8 och Handl.nr 62, Tjänsteanteckning från möte med NGM, s. 2.

²⁶ Handl.nr 39, Presentation från NGM, s. 5, 8 och 10, och Handl.nr 62, Tjänsteanteckning från möte med NGM, s. 2.

²⁷ Handl.nr 37, Tjänsteanteckning, telefonsamtal, s. 2 och Handl.nr 39, Presentation från NGM, s. 5 och 8.

²⁸ Handl.nr 2, Klagomålet från NGM, s. 14 (p. 67), exempelvis Spiltan, som beskrivs som en "prestigenotering".

²⁹ Handl.nr 152, Tjänsteanteckning från möte med Spotlight, s. 3.

³⁰ Handl.nr 95, Tjänsteanteckning från möte med Nasdaq, s. 4.

³¹ Handl.nr 39, Presentation från NGM, s. 10.

³² Handl.nr 91, Svar på åläggande från Nasdaq, s. 4.

föreligger en allvarlig överträdelse, så kallat prima facie-fall (se Carlsson m.fl., kommentar till 3 kap. 3 § KL, digital version 2021-06-30, samt artikel 8.1 i Rådets förordning [EG] nr 1/2003 om tillämpning av konkurrensreglerna). Klart är att bedömningen måste bli mer översiktlig än vid en slutlig prövning.⁴⁰

38. Slutligen måste vid bedömningen av om ett interimistiskt åläggande är lämpligt hänsyn också tas till effekterna som ett sådant åläggande kan få för den mot vilken åläggandet riktar sig.⁴¹ Åtgärderna som åläggandet innebär för adressaten ska vara proportionerliga och inte gå längre än vad som är nödvändigt i det enskilda fallet.

Det föreligger sannolikt en överträdelse av förbuden i 2 kap. 7 § KL och artikel 102 FEUF

Inledning

39. Missbruk från ett eller flera företags sida av en dominerande ställning är förbjudet, enligt 2 kap. 7 § KL. För att förbudet ska vara tillämpligt måste företaget dels ha en dominerande ställning på den relevanta marknaden, dels ha agerat på ett sätt som utgör missbruk av den dominerande ställningen.
40. Om förfarandet kan påverka handeln mellan Europeiska unionens medlemsstater ska även förbudet mot missbruk av en dominerande ställning i artikel 102 FEUF tillämpas.
41. Konkurrensverket redovisar i det följande de omständigheter som innebär att det utifrån den nu föreliggande utredningen är sannolikt att den av Nasdaq aviserade sekundärnoteringen av aktier i bolag som är primärnoterade på NGM:s handelsplats NGM Nordic SME utan att informera och bereda emittenterna möjlighet att motsätta sig noteringen utgör en överträdelse av förbudet mot missbruk av en dominerande ställning.

Företagskriteriet

42. Nasdaq är ett aktiebolag som driver verksamhet av ekonomisk natur. Nasdaq utgör därmed ett företag i konkurrensrättslig mening.

Relevant marknad

43. Företagen utsätts för tre huvudtyper av konkurrensbegränsningar: Utbytbarhet på efterfrågesidan, utbytbarhet på utbudssidan och potentiell konkurrens. Ur ekonomisk synvinkel och i samband med avgränsningen av den relevanta marknaden utgör utbytbarheten på efterfrågesidan den mest omedelbara och effektiva begränsningen för leverantörer av en viss produkt,

⁴⁰ Jfr Patent- och marknadsdomstolens slutliga beslut i mål nr PMÄ 17901-19, s. 7.

⁴¹ Prop. 1997/98:130 s. 62.

särskilt i fråga om prissättning. Ett företag eller en företagsgrupp kan inte ha väsentligt inflytande på de rådande försäljningsvillkoren, såsom priser, om det är lätt för dess kunder att gå över till tillgängliga substitutvaror eller till leverantörer någon annanstans. Själva arbetet med att avgränsa marknaden består huvudsakligen i att identifiera vilka alternativa försörjningskällor de berörda företagens kunder har i praktiken, både vad gäller produkter eller tjänster och leverantörernas geografiska belägenhet.⁴²

44. Den relevanta produktmarknaden omfattar alla varor eller tjänster som på grund av sina egenskaper, sitt pris och den tilltänkta användningen av konsumenterna betraktas som utbytbara.⁴³
45. Den relevanta geografiska marknaden omfattar det område inom vilket de berörda företagen tillhandahåller de relevanta produkterna eller tjänsterna, inom vilken konkurrensvillkoren är tillräckligt likartade och som kan skiljas från angränsande geografiska områden framför allt på grund av väsentliga skillnader i konkurrensvillkoren.⁴⁴

Preliminär relevant produktmarknad

46. Ett företag som är i behov av kapital kan finansiera det antingen via lån eller genom att emittera aktier. De risker som är förknippade med att låna ut till företag gör att företagets kapitalbehov sällan helt kan tillgodoses av enbart lån, åtminstone inte till rimliga kostnader.⁴⁵ Som ett alternativ kan företag därför tillgodose sitt kapitalbehov genom att emittera aktier till investerare, som kan handla aktierna på en handelsplats om bolaget noterat sig på en sådan.
47. För bolagens kapitalanskaffning är det för en handelsplats viktigt att kunna erbjuda handelslikviditet och ett brett utbud av handelsmedlemmar, samt olika kringtjänster så som service och rådgivning.⁴⁶ Vidare framgår att vad gäller just Nasdaq så är varumärket och möjligheten till en så kallad "listkarriär" något som lockar emittenter.⁴⁷

⁴² Europeiska kommissionens tillkännagivande om definitionen av relevant marknad i gemenskapens konkurrenslagstiftning, EGT nr C 71, 9.12.1997 (Kommissionens tillkännagivande om relevant marknad), p. 13.

⁴³ Kommissionens tillkännagivande om relevant marknad, p. 7.

⁴⁴ Kommissionens tillkännagivande om relevant marknad, p. 8.

⁴⁵ Riksbanken, Den svenska finansmarknaden 2016, s. 48:
https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/den-svenska-finansmarknaden/svenska/2016/rap_finansm_160831_sve.pdf (2022-05-24).

⁴⁶ Handl.nr 31, Tjänsteanteckning från möte med Randviken, s.1; Handl.nr 62, Tjänsteanteckning möte med NGM, s. 1–2; Handl.nr 95, Tjänsteanteckning från möte med Nasdaq, s. 4–6, och Handl.nr 109, Tjänsteanteckning från möte med Metacon, s. 1.

⁴⁷ Handl.nr 31, Tjänsteanteckning från möte med Randviken, s.1.

48. Trots de högre transaktionsavgifterna har handlarna på NGM:s tillväxtmarknad omsatt en allt större handel de senaste åren.⁴⁸ Att skillnaderna i transaktionsavgifter kan bestå indikerar att investerare betraktar handel på tillväxtmarknaderna som komplementär. Eftersom investerare efterfrågar handel i de olika företagen som finns noterade på olika handelsplatser konkurrerar alltså inte handelsplatserna i någon betydande grad genom transaktionsavgifterna. Den främsta konkurrensen är snarare om emittenterna på noteringssidan.
49. Konkurrensen om emittenter beror på faktorer som noteringsavgifter, månadsavgifter, handelslikviditet samt service- och tjänsteutbud. Att den huvudsakliga konkurrensen bedrivs på noteringssidan bekräftas av uppgifter från både NGM och Spotlight.⁴⁹
50. I de tjänster som erbjuds till handlare ingår förutom att bedriva handel även andra tjänster som t.ex. försäljning av marknadsdata.
51. Att investerare inte betraktar handel på de olika tillväxtmarknaderna som utbytbar utan snarast som komplement till varandra stöds av utredningen så här långt. Investerarnas efterfrågan drivs av att handla med specifika bolags aktier. Spotlight har exempelvis uppgett att det inte är något alternativ för en handlare som Avanza att endast finnas på en av de svenska tillväxtmarknaderna eftersom deras kunder efterfrågar handel i samtliga aktier.⁵⁰ Det finns visserligen ett antal handlare på Nasdaqs tillväxtmarknad som inte också är medlemmar hos NGM:s tillväxtmarknad. Det förefaller bero på att det finns ett antal större bolag på Nasdaqs tillväxtmarknad som lockar internationellt intresse. De attraheras således av handel i vissa bolag som endast är noterade hos Nasdaq. Detta motsäger inte att medlemmarna på en tillväxtmarknad inte betraktar handeln på en annan tillväxtmarknad som utbytbar.
52. Som framgått ovan är tillväxtmarknadens konkurrenskraft avhängig båda kundgrupperna, dvs. emittenter respektive handlare/investerare. Den främsta konkurrensen sker om emittenterna på noteringssidan. På grund av de nära sambanden mellan de båda kundgrupperna anser Konkurrensverket preliminärt att konkurrensen på marknaden ska beskrivas som att den sker mellan tillhandahållarna av tillväxtmarknader och på grundval av varje tillväxtmarknads totalerbjudande.

⁴⁸ Handl.nr 140, NGM årsrapport marknadsövervakning 2020, s. 4, och Handl.nr 141, NGM årsrapport marknadsövervakning 2021, s. 4.

⁴⁹ Handl.nr 152, Tjänsteanteckning från möte med Spotlight, s. 1, och Handl.nr. 39, NGM Presentation, s. 4.

⁵⁰ Handl.nr 152, Tjänsteanteckning från möte med Spotlight, s. 4.



53. Av utredningen framgår vidare att reglerade marknader har betydligt mer omfattande regelverk och krav för emittenter än tillväxtmarknader. I Sverige finns endast en reglerad marknad av någon betydelse, Nasdaq OMX Stockholm.⁵¹ Även om small- eller mid-cap sett endast till kravet på börsvärde⁵² skulle kunna vara ett alternativ för vissa bolag som är noterade på tillväxtmarknader (nio procent av samtliga bolag noterade på de tre tillväxtmarknaderna har ett börsvärde som överstiger 150 miljoner euro)⁵³, framgår det att emittenter börjar på en tillväxtmarknad när de är små och sedan, i takt med tillväxten, ser notering på reglerade marknader som ett nästa steg i sin "listkarriär".⁵⁴ Detta har även bekräftats av samtliga tre tillväxtmarknader.⁵⁵
54. Först i det fall ett bolag noterat på en tillväxtmarknad blivit så pass stort att det börjar "växa ur" tillväxtmarknaden, är reglerade marknader ett alternativ. Att det rör sig om olika typer av bolag bekräftas av att NGM inte lyckats attrahera emittenter och expandera sin reglerade marknad, som är liten.⁵⁶
55. Sammantaget indikerar detta att det är andra typer av bolag som söker sig till reglerade marknader än de som söker sig till tillväxtmarknader och att inte tillräckligt många tillväxtbolag betraktar en primärnotering på en tillväxtmarknad som utbytbar mot primärnotering på en reglerad marknad.
56. Även på handlarsidan finns det skillnader mellan reglerade marknader och tillväxtmarknader.
57. Av utredningen framgår att handel med aktier listade på tillväxtmarknader skiljer sig på ett antal sätt från handel i aktier noterade på reglerade marknader. En viktig orsak är bristande likviditet, vilket innebär att handeln är mer riskfylld i form av högre volatilitet och risk att orderavslut inte kan nås. Att likviditeten är en utmaning för handel i tillväxtbolag framgår inte minst av att det genom MiFID II införts krav på samtycke för att skydda tillväxtbolagens likviditet, medan större bolag på reglerade marknader inte åtnjuter detta skydd. Därtill kan konstateras att NGM tillsammans med

⁵¹ NGM driver en reglerad marknad, NGM Main Regulated, med sex noterade bolag och en handelsvolym som är väsentligt lägre än Nasdaq OMX Stockholm.

⁵² För att bli noterade på Nasdaq OMX Stockholm small-cap ska börsvärdet uppgå till som mest 150 miljoner euro, för mid-cap mellan 150–1 000 miljoner euro och för large-cap över 1 000 miljoner euro (Handl.nr 162, Utdrag från Avanzas webbplats).

⁵³ Handl.nr 130, Sammanställning av börsvärde på tillväxtmarknader samt växelkurs 10,4824 SEK/euro (www.xe.com, 2022-06-02).

⁵⁴ Handl.nr 31, Tjänsteanteckning Randviken, s. 1; Handl.nr 107, Tjänsteanteckning Adverty, s. 1, och Handl.nr 107, Tjänsteanteckning Adverty, s. 1.

⁵⁵ Handl.nr 95, Tjänsteanteckning från möte med Nasdaq, s. 2; Handl.nr 62, Tjänsteanteckning från möte med NGM, s. 1–2, och Handl.nr 152, Tjänsteanteckning från möte med Spotlight, s. 1.

⁵⁶ Handl.nr. 141 NGM årsrapport marknadsövervakning 2021, s. 4.

företaget Pepin utvecklat en ny typ av handelsprodukt, PepMarket, som innebär att handel i aktien endast är öppen en dag i veckan, vilket bidrar till att samla likviditeten. En annan orsak är att det framförallt är småsparare som handlar i tillväxtmarknadernas bolag.⁵⁷

Slutsats – preliminär relevant produktmarknad

58. Den relevanta produktmarknaden utgörs enligt Konkurrensverkets preliminära bedömning av tillhandahållande av tjänster för notering och handel på tillväxtmarknader för små och medelstora företag.

Preliminär relevant geografisk marknad

59. Vad gäller primärnoteringar över gränserna sker sådan endast i begränsad omfattning och huvudregeln är att små och medelstora företag noterar sig lokalt. Norska och tyska handelsplatser har dock lyckats attrahera vissa svenska små och medelstora företag och Nasdaq och Spotlight har lyckats attrahera vissa bolag från bl.a. Tyskland, Danmark och Storbritannien.
60. I de fall där svenska bolag väljer att primärnotera sig i utlandet eller utländska bolag noterar sig i Sverige förefaller det i några specifika fall bero på att noteringslandet ifråga har en stark position inom just den sektor där bolaget är verksam, eller att just Sverige erbjuder ett ovanligt bra ekosystem för tillväxtmarknader. Denna konkurrens är dock begränsad.⁵⁸
61. Detta bekräftas av Konkurrensverkets analys av statistik från Esma, som visar att vad gäller NGM Nordic SME är 100 procent av bolagsaktierna på handelsplatsen emitterade av bolag med hemvist i Sverige, för Spotlight Stock Market är motsvarande andel 95 procent och för First North 94 procent.⁵⁹
62. En bidragande orsak till att bolagen väljer att notera sig på hemmamarknaden är att det framförallt är svenska småsparare som handlar i aktierna. Generellt föredrar bolag att notera sig där de har sin hemvist eftersom investerare föredrar att investera i bolag på hemmamarknaden (så kallad *home bias*).⁶⁰ Detta förklaras i sin tur bl.a. av att investerarna har bättre kännedom om närmarknaden och de företag som verkar i eller har sin hemvist där.

⁵⁷ Handl.nr. 39, NGM Presentation, s. 6, och Handl.nr 152, Tjänsteanteckning från möte med Spotlight, s. 1. Avanza och Nordnet, som vänder sig till privatpersoner, är de överlägset största medlemmarna på samtliga tre tillväxtmarknader, se Handl.nr 148, Sammanställning över medlemmar.

⁵⁸ Handl.nr 95, Tjänsteanteckning möte med Nasdaq, s. 5, och Handl.nr 152, Tjänsteanteckning från möte med Spotlight, s. 2.

⁵⁹ Handl.nr 169, Konkurrensverkets sammanställning av data från Esma.

⁶⁰ Se exempelvis kommissionens ärende M.6166, Deutsche Börse/NYSE Euronext, p. 49–50 och 52.



63. Tillväxtmarknaderna i Sverige möter därför ingen konkurrens av betydelse på noteringssidan från utlandet.
64. Utredningen tyder på att det inte förkommer att bolag som är primärnoterade på en tillväxtmarknad i Sverige sekundärnoteras i Sverige.
65. Det har emellertid framkommit exempel på bolag som är primärnoterade på en svensk tillväxtmarknad och samtidigt sekundärnoterade på MTF:er utomlands (Tyskland, Frankrike och Irland).⁶¹ I vissa fall sker det på anmodan från det primärnoterade bolaget⁶², i syfte att möjliggöra kapitalanskaffning från utlandet, och i andra fall på anmodan från handelsmedlemmar i utlandet. De exempel som granskats visar att det typiskt sett är större bolag på tillväxtmarknaderna som sekundärnoteras utomlands.⁶³ NGM har uppgett att sekundärnoteringar utomlands har inneburit att bolagen exponeras för *nya* investerare.⁶⁴ Konkurrensverkets utredning bekräftar det såtillvida att de två största medlemmarna på tillväxtmarknader i Sverige, Avanza och Nordnet, inte är närvarande på de utländska MTF:erna i några av de exempel Konkurrensverket har kunnat bekräfta.⁶⁵ Sekundärnoteringar utomlands av bolag som är primärnoterade på en svensk tillväxtmarknad, synes därför inte vara ett attraktivt alternativ för svenska handlare och investerare.
66. Tillväxtmarknaderna i Sverige möter därför ingen konkurrens av betydelse på handlarsidan från utlandet.

Slutsats – preliminär relevant geografisk marknad

67. Sammantaget ska därför den relevanta geografiska marknaden preliminärt avgränsas till Sverige.

Dominerande ställning

68. Begreppet dominerande ställning avser den situation att ett företag har en sådan ekonomisk maktställning att det får möjlighet att hindra en effektiv konkurrens på den relevanta marknaden genom att företagets ställning

⁶¹ Konkurrensverket har fått uppgifter om vilka bolag på First North som är sekundärnoterade. Vad gäller NGM har Konkurrensverket endast uppgifter om de fyra bolag som sekundärnoterats av NGMs moderbolag Börse Stuttgart. De exempelbolag som Konkurrensverket har fått uppgifter om motsvarar fem procent (23 stycken) av First Norths noterade bolag och fem procent (4 stycken) av NGM:s noterade bolag. Handl.nr 92, Bilaga 1 till svar på åläggande från Nasdaq; Handl.nr 81, Svar på åläggande från NGM, s. 2, och Handl.nr 157 Utdrag från Börse Stuttgarts webbplats.

⁶² NGM erbjuder sina emittenter tjänsten NGM Reach som möjliggör sekundärnotering på Börse Stuttgart.

⁶³ De fyra NGM-bolagen är nummer 4, 9, 12 och 24 sett till börsvärde (Handl.nr 130, Sammanställning av börsvärde på tillväxtmarknader) och 20 av de 23 First North-bolagen är de mest omsatta, medan övriga tre är nummer 64, 142 och 336 (Handl.nr 92, Bilaga 1 till svar på åläggande från Nasdaq).

⁶⁴ Handl.nr 81, delsvar på åläggande från NGM, s. 2.

⁶⁵ Handl.nr 159, Utdrag från Avanzas webbplats; Handl.nr 160, Utdrag från Nordnets webbplats och Handl.nr 92, Bilaga 1 till svar på åläggande från Nasdaq.

tillåter det att i betydande grad agera oberoende i förhållande till sina konkurrenter, kunder och, i sista hand, konsumenter. En dominerande ställning grundar sig i allmänhet på flera faktorer som var för sig inte nödvändigtvis är avgörande.⁶⁶

69. På den relevanta marknaden som preliminärt avgränsats ovan, tillhandahållande av tjänster för notering och handel på tillväxtmarknader för små och medelstora företag i Sverige, finns tre företag som registrerat en tillväxtmarknad hos Finansinspektionen: Nasdaqs First North, NGM Nordic SME, och Spotlight Stock Market. Den relevanta marknaden består således av dessa tre aktörer.

Marknadsandelar

70. Särskilt stora marknadsandelar kan i sig, utom i undantagsfall, utgöra bevis för att det föreligger en dominerande ställning. EU-domstolen har angett att detta är fallet vid en marknadsandel på 50 procent.⁶⁷
71. Marknadsandelar kan beräknas på olika sätt, t.ex. försäljningssiffror, volym eller antal användare. Tabellen nedan visar ett antal preliminära beräkningar avseende marknadsandelar sett till antal noterade bolag och börsvärdet för de noterade bolagen på respektive tillväxtmarknad.⁶⁸

Tabell 1

	Antal värdepapper	Antal bolag	Totalt börsvärde MSEK
First North	450	443	603 423
NGM	78	75	12 576
Spotlight	165	162	35 163
<i>Summa</i>	<i>693</i>	<i>680</i>	<i>651 162</i>
First North	65%	65%	93%
NGM	11%	11%	2%
Spotlight	24%	24%	5%
<i>Summa</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>

Källa: Handl.nr 130, Sammanställning av börsvärde, tillväxtmarknader

72. Av tabellen ovan framgår att Nasdaqs marknadsandelar uppgår till 65 procent mätt i antal värdepapper, 65 procent mätt i antal bolag som noterat

⁶⁶ Mål C-27/76, *United Brands mot kommissionen*, EU:C:1978:22, p. 65–66.

⁶⁷ Mål C-62/86, *AKZO mot kommissionen*, EU:C:1991:286, p. 60 med hänvisning.

⁶⁸ Antalet värdepapper överstiger antalet noterade bolag eftersom några bolag har fler än ett värdepapper noterat, i regel dels en stamaktie, dels en preferensaktie. När totala börsvärdet har beräknats har endast en av dessa värdepapper tagits med för att undvika dubbelräkning. För några (4) bolags aktier anges i källmaterialet börsvärde noll. Då det rör sig om endast fyra av 680 bolag torde marknadsandelarna inte förändras mer än marginellt av detta bortfall. Dessutom är tre av dessa fyra noterade på First North.

sig, samt till 93 procent mätt i det samlade börsvärdet för dessa bolag. En marknadsandel på över 65 procent innebär en presumtion för marknadsdominans som torde vara nästan omöjlig att kullkasta.⁶⁹

73. Ett annat mått på en handelsplats storlek är handelsomsättning, dvs. värdet på den handel som sker i de noterade aktierna. Enligt uppgifter från Esma fördelade sig handeln på First North, NGM Nordic SME och Spotlight Stock Market under 2020 och 2021 enligt följande:

Tabell 2

	Handelsomsättning (miljoner euro)		Andel av total handelsomsättning	
	2020	2021	2020	2021
First North	157	326	90 %	91 %
NGM	7	16	4 %	4 %
Spotlight	11	16	6 %	5 %
Summa	174	358	100 %	100 %

Källa: Egen bearbetning utifrån data från Esma, Handl.nr 170

74. Av tabellen framgår att First Norths andelar av handelsomsättningen under 2020 och 2021 uppgick till cirka 90 procent. Dessa andelar beräknade utifrån handelsomsättning är storleksmässigt på samma nivå som den ovan angivna andelen beräknad utifrån bolagens börsvärde, och innebär alltså också en stark presumtion för dominans.

75. Det föreligger således en presumtion om att Nasdaq innehar en dominerande ställning på den relevanta marknaden.

Nasdaq har en stark ställning på närliggande marknader och är ett tidigare monopol

76. Vid bedömningen av Nasdaqs dominerande ställning ska beaktas de fördelar Nasdaq har av att ha en stark ställning även på närliggande marknader.⁷⁰

77. Nasdaqs föregångare Stockholmsbörsen hade fram till avregleringen genom MiFID I 2007 i princip en monopolställning i Sverige. Trots avregleringen har Nasdaq behållit en stark ställning vad gäller handel med svenska aktier. Under perioden 23 till 27 maj 2022 stod Nasdaq för drygt 64 procent av handeln i de 30 mest omsatta aktierna på Nasdaq OMX Stockholm (OMXS30).⁷¹

78. Tjänster för handel i aktier noterade på Nasdaq OMX Stockholm sker på en närliggande marknad till den nu aktuella marknaden för tillhandahållande

⁶⁹ Prop. 1992/93:56 s. 86.

⁷⁰ Mål C-322/81 *Michelin I*, EU:C:1983:313, p. 55.

⁷¹ Handel i svenska kronor i tända orderböcker inklusive auktioner. Källa: Fidessa fragmentation index: Handl.nr 161, Utdrag från Fidessa.

av tjänster för notering och handel på tillväxtmarknader för små och medelstora företag i Sverige. Börsverksamhet kännetecknas av höga fasta kostnader och låga rörliga kostnader. Nasdaq kan dra nytta av stordriftsfördelar genom att använda samma handelssystem (INET) för sin tillväxtmarknad för små och medelstora bolag som övriga handelsplatser. Vidare är många banker och mäklare redan medlemmar och anslutna till Nasdaqs andra handelsplatser, vilket underlättar att attrahera handlare till tillväxtmarknaden. På fråga om vilka medlemsavgifter Nasdaq tar ut för First North Trading List Sweden har Nasdaq uppgett att det inte finns någon separat medlemsavgift för Nasdaq Stockholms aktiemarknader.

79. Vidare framgår att vad gäller just Nasdaq så är varumärket och möjligheten till en så kallad "listkarriär" något som lockar emittenter.⁷²

Slutsats dominerande ställning

80. Nasdaqs höga marknadsandelar ger en presumtion för dominans. Härtill tillkommer att Nasdaq har en stark ställning på närliggande marknader som företaget kan utnyttja i konkurrensen med NGM och Spotlight. Nasdaq bedöms därför preliminärt ha en dominerande ställning på den i ärendet avgränsade relevanta marknaden.

Missbruk av en dominerande ställning

Rättsliga utgångspunkter

81. Missbruk är ett objektiva begrepp som omfattar förfaranden som direkt kan skada kunderna eller konsumenterna och förfaranden som indirekt kan skada dem genom att påverka strukturen för en effektiv konkurrens.⁷³ Förbudet omfattar således såväl exploaterande som exkluderande, eller utestängande, missbruk.
82. Missbruksbegreppet omfattar sådana beteenden av ett dominerande företag som kan påverka strukturen på en marknad där konkurrensen redan är försvagad just till följd av det dominerande företagens existens och som, genom att företaget använder andra metoder än sådana som räknas till normal konkurrens om varor och tjänster på grundval av de ekonomiska aktörernas prestationer, hindrar att den konkurrens som föreligger på marknaden upprätthålls eller utvecklas.⁷⁴

⁷² Handl.nr 31, Tjänsteanteckning möte Randviken, s. 1.

⁷³ Se t.ex. mål C-549/10, *P Tomra Systems ASA m.fl. / J. kommissionen*, EU:C:2012:221, p. 17; mål C-209/10, *Post Danmark I*, EU:C:2012:172, p. 20; mål C-280/08, *Deutsche Telekom*, EU:C:2010:603, p. 176, och mål C-202/07, *France Télécom*, EU:C:2009:214, p. 105, med hänvisning till mål C-6/72, *Europemballage Corporation och Continental Can Company / J. kommissionen*, EU:C:1973:22, p. 26.

⁷⁴ Se t.ex. mål C-85/76, *Hoffman-La Roche mot kommissionen*, EU:C:1979:36, p. 91, mål C-52/09, *TeliaSonera Sverige*, EU:C:2011:83, p. 27, och mål C-152/19 P, *Deutsche Telekom/kommissionen*, EU:C:2021:238, p. 41.



83. För att fastställa att en utestängningsmetod utgör missbruk måste således visas *dels* att förfarandet har förmåga att medföra en utestängningseffekt för konkurrenter, *dels* att detta förfarande grundar sig på användning av andra medel än sådana som räknas till pris- och prestationskonkurrens (*competition on the merits*). Inget av dessa villkor kräver i princip att uppsåt visas.⁷⁵
84. Det finns ingen uttömmande lista över vilka typer av förfaranden som kan utgöra missbruk. Bedömningen av om ett förfarande utgör ett utestängande missbruk är inte beroende av vilken form det har men förutsätter att förfarandet har en konkurrensbegränsande förmåga och särskilt att det, vid genomförandet, har utestängningseffekter. Denna prövning ska göras med beaktande av samtliga aktuella omständigheter.⁷⁶
85. Det finns ett flertal beteenden som kan utgöra missbruk, om förfarandet har potentiell konkurrensbegränsande effekt.⁷⁷ För att konstatera ett missbruk räcker det att visa att den konkurrensbegränsande effekt som läggs förfarandet till last är en potentiellt konkurrensbegränsande effekt.⁷⁸ En potentiellt konkurrensbegränsande effekt ska emellertid vara sannolik och inte rent hypotetisk.
86. Bedömningen av om ett förfarande utgör ett missbruk är inte heller beroende av huruvida det är förenligt med andra rättsregler och missbruk av dominerande ställning utgörs, i flertalet fall, av beteenden som annars är tillåtna enligt andra regelverk.⁷⁹
87. Det företag som har en dominerande ställning har ett särskilt ansvar för att inte genom sitt beteende inverka skadligt på en effektiv och icke snedvriden konkurrens. När en dominerande ställning har uppkommit till följd av ett tidigare lagstadgat monopol är det en omständighet som måste beaktas.⁸⁰
88. Företag med detta särskilda ansvar kan (visserligen) agera för att öka sina intäkter och försvara sina kommersiella intressen, men EU-domstolen har uttryckt att det inte är tillåtet (enligt artikel 102 FEUF) att agera om syftet egentligen är att ytterligare stärka den dominerande ställningen och därefter

⁷⁵ Se mål C-377/20. *Servizio elettrico Nazionale SpA, ENEL SpA, Enel Energia SpA ./. Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato*, EU:C:2022:379, p. 61–64.

⁷⁶ Förhandsavgörande i mål C-377/20, *Servizio elettrico Nazionale SpA, ENEL SpA, Enel Energia SpA ./. Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato*, p. 72, med hänvisning till dom av den 30 januari 2020 i mål C-307/18, *Generics (UK) m.fl.*, EU:C:2020:52, p. 154, och dom av den 25 mars 2021 i mål C-165/19 P, *Slovak Telekom/kommissionen*, EU:C:2021:239, p. 42.

⁷⁷ Mål C-457/10 P, *Astra Zeneca ./. Kommissionen*, EU:C:2012:770, p. 112.

⁷⁸ Mål C-457/10 P, *Astra Zeneca ./. Kommissionen*, EU:C:2012:770, p. 112, med hänvisning till mål C-52/09, *TeliaSonera Sverige*, EU:C:2011:83, p. 64.

⁷⁹ Mål C-457/10, P *Astra Zeneca ./. Kommissionen*, EU:C:2012:770, p. 132.

⁸⁰ Mål C-209/10, *Post Danmark I*, EU:C:2012:172, p. 23.

dra nytta av den.⁸¹ En motattack/ett försvar måste vara proportionerlig och ta hänsyn till parternas relativa ekonomiska styrka.⁸²

Förfarandet

89. Det utredda förfarandet består i att Nasdaq, så som har aviserats, ska ta upp bolag primärnoterade på konkurrenten NGM:s tillväxtmarknad till handel utan att informera och bereda emittenterna möjlighet att motsätta sig detta. Förfarandet är ägnat att utestänga den konkurrerande tillväxtmarknaden från marknaden.
90. Genom sitt förfarande tar Nasdaq inte hänsyn till det skydd som MiFID II avsett uppställa för likviditeten på tillväxtmarknader och emittenterna tappar kontrollen över den risk för fragmenterad likviditet som en sekundärnotering medför. På grund av marknadens funktionssätt riskerar förfarandet att få omedelbara och allvarliga effekter på marknadsstrukturen genom att NGM, som är en av Nasdaqs få konkurrenter på den berörda marknaden, skadas i konkurrensförmåga.
91. Det utredda förfarandet kan vara ett utestängande missbruk eftersom marknadsstrukturen avseende tillväxtmarknader skadas.
92. På grund av att Nasdaqs agerande inte tar hänsyn till emittenternas vilja och inställning finns det också inslag av att Nasdaq utnyttjar sin ställning på direkt bekostnad av emittenter som medvetet och av olika skäl valt att notera sig på en annan handelsplats än Nasdaqs tillväxtmarknad.
93. Nasdaqs förfarande förefaller inte vara en vedertagen affärsmetod som utgör normal pris- och prestationskonkurrens. I det följande redogörs för varför förfarandet sannolikt träffas av förbudet mot missbruk av dominerande ställning.

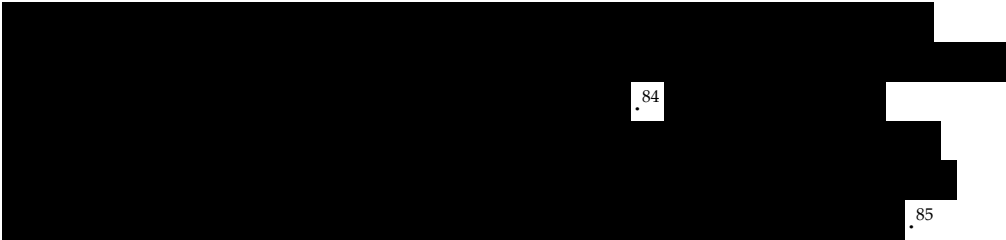
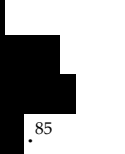
Förfarandet är ägnat att begränsa konkurrensen på marknaden

94. Det råder i dag konkurrens mellan tillväxtmarknader i Sverige. NGM respektive Spotlight utövar i dag ett visst, om än försvagat, konkurrenstryck på Nasdaqs tillväxtmarknad First North genom sina etablerade SME-listor NGM Nordic SME respektive Spotlight Stock Market.
95. Tillväxtmarknader karaktäriseras av ett ömsesidigt beroende mellan de båda kundgrupperna emittenter respektive handlare, så kallade indirekta nätverkseffekter.

⁸¹ Jfr mål 27/76, *United Brands J. Kommissionen* ECLI:EU:C:1978:22, p. 189.

⁸² *Ibid* p. 190.



96. Indirekta nätverkseffekter ger upphov till så kallade feedback-loopar, dvs. en cirkulär händelsekedja där förändringar i efterfrågan och utbud på den ena sidan av marknaden får följd effekter på den andra sidan, vilket i sin tur får effekt på den första sidan och så vidare. Marknadsförhållanden för den ena kundgruppen på handelsplattformen får direkta konsekvenser för marknadsförhållandena för den andra kundgruppen. Detta formar hur företag som driver handelsplattformar konkurrerar.
97. Som framgått ovan har NGM och Spotlight i sina erbjudanden främst riktat in sig på att attrahera emittenterna, medan Nasdaqs styrka och starka ställning ligger på handlarsidan, bl.a. tack vare att deras handelsplattform också innefattar den väsentligt större reglerade marknaden. Konkurrensen mellan tillväxtmarknaderna sker dock främst, som framgår ovan under avsnittet om relevant marknad, om emittenterna.
98. Nasdaq har varken informerat eller berett de berörda emittenterna möjlighet att invända mot sekundärnoteringen. Emittenterna har valt NGM som handelsplattform för primärnoteringen, i konkurrens med Spotlights och Nasdaqs erbjudanden och villkor, och de har heller inte efterfrågat sekundärnotering hos Nasdaq.
99. Enligt uppgifter från NGM har Nasdaq dock p.g.a. sin ställning möjlighet att sätta lägre transaktionsavgifter än vad NGM respektive Spotlight har möjlighet att göra.⁸³
100.  ⁸⁴  ⁸⁵
101. NGM:s handelsmedlemmar på NGM Nordic SME är, med ett undantag⁸⁶, även handelsmedlemmar hos Nasdaq. På NGM Nordic SME är Avanza den största medlemmen och Nordnet den näst största medlemmen.⁸⁷

⁸³ Handl.nr 2, Klagomålet från NGM, s. 9–10.

⁸⁴ Framkommer bl.a. i Handl.nr 65, Bilaga 1 till Nasdaqs svar på åläggande (internt strategimaterial), s. 2; Handl.nr 67, Bilaga 2 till Nasdaqs svar på åläggande (internt strategimaterial), s. 3, och Handl.nr 71, Bilaga 5 till Nasdaqs svar på åläggande (internt strategimaterial), s. 1.

⁸⁵ Handl.nr 67, Bilaga 2 till Nasdaqs svar på åläggande (internt strategimaterial), s. 3, och Handl.nr 71, Bilaga 5 till Nasdaqs svar på åläggande (internt strategimaterial), s. 1.

⁸⁶ Euwax AG.

⁸⁷ Handl.nr 86, Bilaga 1 till svar på åläggande från NGM, s. 9–10, och Handl.nr 94, Bilaga 3 till svar på åläggande från Nasdaq.

102. Hos NGM Nordic SME står Avanzas, Nordnets och storbankernas⁸⁸ sammanlagda handelsvolymen för en helt övervägande del av den totala handelsvolymen och antalet ordrar.⁸⁹ Avanza, Nordnet och storbankerna vänder sig till privatkunder som slutkunder.
103. Av regeln om bästa orderutförande följer att handlare är tvungna att utföra kundordrar på de villkor som är mest förmånliga för kunden. Utöver aktiepriset är kostnader för orderutförandet (dvs. handelsplatsens avgifter) en viktig del. Vad avser ickeprofessionella investerare är aktiepriset och kostnaderna för orderutförande de enda faktorer som ska bedömas.⁹⁰
104. Avanza har uppgett att kostnaden för handel är viktig för bolaget och att det finns få rationella skäl till att handeln inte skulle flytta till en handelsplats som har lägre avgifter. När handlarna styr sina handelsvolymen mot en handelsplats flyttar likviditeten dit och försvinner från den andra handelsplatsen. Avanza har vidare uppgett att effekten på handeln kan förväntas att slå in inom ett par dagar.^{91s}
105. Nordnet har uppgett att de viktigaste parametrarna vid deras val mellan två handelsplatser för utförande av en kunds order är pris, kostnad, snabbhet och sannolikhet för att ordern leder till en transaktion och att transaktionen kan avvecklas. Marknaden är i dag koncentrerad och Nordnet bedömer att den kommer att vara det även efter den planerade sekundärnoteringen då det kan förväntas att de institut som handlar i aktierna kommer att göra det på den handelsplats där övriga handlar, dvs. där likviditeten finns.⁹²
106. Med beaktande av vad som framgått ovan om Nasdaqs planerade transaktionsavgifter, regeln om bästa orderutförande och uppgifterna från NGM:s två största handlarmedlemmar, är det rimligt att anta att hela handeln av aktier i de 15 bolagen kommer att flytta över till Nasdaq efter att bolagen har tagits upp för handel där. Uppgifterna som framkommit i ärendet om hur fort det kommer att gå varierar men indikerar att det skulle kunna ske redan från starten för handeln.⁹³
107. Under 2021 stod de 15 bolag som planeras att sekundärnoteras för cirka hälften av antalet transaktioner respektive handelsvolymen av den totala handeln i tillväxtbolag på NGM Nordic SME.⁹⁴ Avanza och Nordnet står

⁸⁸ SEB, Handelsbanken, Swedbank, Danske Banke och Nordea.

⁸⁹ Handl.nr 86, Bilaga 1 till svar på åläggande från NGM, s. 10.

⁹⁰ 9 kap. 31–32 §§ LVPM.

⁹¹ Handl.nr 37, Tjänsteanteckning från möte med Avanza, s. 1.

⁹² Handl.nr 98, E-post från Nordnet med svar på frågor.

⁹³ Handl.nr. 37, Tjänsteanteckning möte med Avanza, s. 1; Handl.nr 62, Tjänsteanteckning möte med NGM, s. 2, och Handl.nr 95, Tjänsteanteckning möte med Nasdaq, s. 4.

⁹⁴ Handl.nr 75, Svar på Konkurrensverkets frågor från NGM, s. 2.

tillsammans för en mycket betydande del av handelsvolymen i de 15 bolagen.⁹⁵

108. Den direkta effekten av det planerade förfarandet är således att ungefär hälften av handeln på NGM Nordic SME kan komma att flyttas från NGM till Nasdaq. Detta får antas medföra ett väsentligt intäktsbortfall för NGM.

109. NGM har beskrivit vilka indirekta effekter det planerade förfarandet kommer att ha för bolaget enligt följande, se punkt 110–114 nedan.⁹⁶

110. För de 15 bolag som är primärnoterade hos NGM Nordic SME innebär en flytt av handeln att bolagen mister den intäktsdelning som erhålls genom noteringsvillkoren med NGM.

[Redacted text]

111.

[Redacted text]

112.

[Redacted text]

113.

[Redacted text]

114. Följaktligen uppstår feedback-loopar till följd av förändringarna i efterfrågan och utbudet på noteringssidan respektive handlarsidan på marknaden.

115.

[Redacted text]

⁹⁵ Handl.nr 86, Bilaga 1 till svar på åläggande från NGM, s. 12.

⁹⁶ Handl.nr 2, Klagomålet från NGM, p. 53, och Handl.nr 39, Presentation från NGM, s. 17.



97

116. Spotlight, som är den tredje aktören på marknaden för handelsplattformar som tillhandahåller tillväxtmarknader för små och medelstora företag i Sverige, har till Konkurrensverket framhållit att intäkter kopplade till handeln är viktiga för NGM:s och Spotlights verksamheter.⁹⁸ Spotlight bedömer att likviditeten i de aktuella bolagen är för liten för att handeln ska kunna hålla igång på flera handelsplatser. Avanza är så pass stora att de helt kan avgöra var handeln kommer att äga rum. Alla andra aktörer på handlarsidan kommer att behöva att följa efter dit Avanza går.⁹⁹
117. Risken med Nasdaqs agerande är att det kan omöjliggöra för NGM att bedriva sin noteringsverksamhet. Det skulle även innebära en skada för Spotlight eftersom det då bara skulle finnas kvar en leverantör av handelssystem, nämligen Nasdaq. De noterade bolagen skulle vidare vara helt utlämnade till Nasdaq och deras dominerande ställning.¹⁰⁰
118. Konkurrensverket bedömer, utifrån vad som framkommit om det planerade förfarandet, marknadsförhållandena samt vad handelsplatserna själva på olika sätt gett uttryck för, att Nasdaqs planerade förfarande på handlarsidan sannolikt kan komma att få en allvarlig negativ effekt på konkurrensen på den preliminärt avgränsade marknaden för tillhandahållande av tjänster för notering och handel på tillväxtmarknader för små och medelstora företag i Sverige. Detta genom att NGM, som är en av få konkurrenter till Nasdaq på den berörda marknaden, skadas i konkurrensförmåga på såväl handlar- som noteringssidan.
119. Konkurrensverket bedömer att det planerade förfarandet även kan få negativa verkningar för tillväxtbolag som antingen redan är noterade på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag eller vill notera sig på en sådan tillväxtmarknad.
120. Tillväxtbolag som har noterat sig har av olika anledningar valt att göra detta på en viss handelsplats. Nasdaqs förfarande innebär att detta val riskerar att förlora i betydelse. Utredningen talar för att det finns ett mycket nära samband mellan var primärnotering och aktiehandel sker när det gäller tillväxtbolag och det förefaller som att emittenter i princip behöver vara noterade på den handelsplats där likviditeten och handeln av bolagets värdepapper finns. Detta innebär således att de bolag som – utan att ha getts

⁹⁷ Handl.nr 67, Bilaga 2 till Nasdaqs svar på åläggande (internt strategimaterial), s. 3. Se även Handl.nr 66, Bilaga 1 till Nasdaqs svar på åläggande (internt strategimaterial), s. 2.

⁹⁸ Handl.nr 111, E-post från Spotlight.

⁹⁹ Handl.nr 152, Tjänsteanteckning från möte med Spotlight, s. 2.

¹⁰⁰ Handl.nr 111, E-post från Spotlight och Handl.nr 152, Tjänsteanteckning från möte med Spotlight, s. 3.

möjlighet att invända mot det – sekundärnoteras hos Nasdaq i förlängningen också kan komma att behöva notera om sig och även primärnotera sig där.

121. Om NGM försvinner från marknaden innebär det att bolag som vill notera sig har en handelsplats färre att välja mellan. Minskad konkurrens mellan handelsplattformar om var emittenter ska lista sig riskerar att leda till färre valmöjligheter och att villkoren för emitterna kommer att försämrats.
122. Mot bakgrund av ovanstående anser Konkurrensverket att hittillsvarande utredning har gjort sannolikt att Nasdaqs förfarande har förmåga att medföra en utestängningseffekt. Som framgår närmare nedan har flera av de aktuella bolagen uttryckt missnöje över att deras aktier sekundärnoteras av Nasdaq vilket medför att bolagen inte längre själva kan välja handelsplats. Förfarandet kan således sannolikt även få direkta negativa effekter för emittenterna som inte har getts möjlighet att invända mot sekundärnoteringen.

Nasdaqs förfarande utgör inte normal pris- och prestationskonkurrens

123. Nasdaq har i egenskap av sin dominerande ställning ett särskilt ansvar att inte agera på ett sätt som riskerar att snedvrída konkurrensen.

124.

[Redacted text]

125.

[Redacted text]

¹⁰¹

126. Nasdaq är alltså väl medvetet om att företagets aviserade förfarande kommer att påverka konkurrensförhållandena på marknaden i avsevärd utsträckning och i flera avseenden.

127. Samtidigt framgår av annat internt beslutsunderlag att de aviserade sekundärnoteringarna förväntas ge Nasdaq intäkter om [Redacted] l

¹⁰¹ Handl.nr 67, Bilaga 2 till svar på åläggande från Nasdaq (internt strategimaterial), s. 3. Se även Handl.nr 66, Bilaga 1 till svar på åläggande från Nasdaq (internt strategimaterial), s. 2.

██████████¹⁰² Det motsvarar ██████████ av Nasdaq's totala omsättning i Sverige. Det är alltså fråga om en relativt låg förväntad intäktsökning för Nasdaq. Detta väcker frågor om Nasdaq's motiv till agerandet i fråga om sekundärnoteringarna. Nasdaq har en i skrivelse till Konkurrensverket uppgett att det alltid är attraktivt för Nasdaq att göra en vinst, oavsett hur stor eller liten den vinsten är i förhållande till ett särskilt strategiskt beslut. Nasdaq menar att syftet inte är att tvinga ut NGM från marknaden.¹⁰³ Av ovan nämnda omständigheter, dvs. att det är fråga om förhållandevis låga intäkter för Nasdaq samtidigt som Nasdaq är införstått med konsekvenserna för förfarandet kan komma att ha på konkurrensen, kan det objektivt sett inte uteslutas att förfarandet vidtas i syfte att undanröja konkurrensen snarare än av de direkta intäkterna från handel i de sekundärnoterade aktierna.

128. Möjligheten att sekundärnotera infördes, som framgått ovan, genom MiFID I. Överlag så är det normalt sett fråga om större bolag som sekundärnoteras. De löper generellt sett inte någon risk för att ta skada av viss splittring av likviditeten även om handeln sker på olika handelsplatser samtidigt.
129. Det förekommer även att aktierna i tillväxtbolag sekundärnoteras på en handelsplats i andra länder. Enligt Spotlight är det fråga om större SME-bolag. Spotlight har bekräftat att det annars är ovanligt med sekundärlistningar för SME-bolag i samma land eftersom det splittrar likviditeten.¹⁰⁴
130. Nasdaq har uppgett att det är flera av de bolag som är noterade på Nasdaq's tillväxtmarknad First North som också är sekundärnoterade på en eller flera handelsplatser. Av de noterade bolag som Nasdaq har uppgett har samtliga av dessa noteringar skett på utländska handelsplatser, bl.a. Börse Stuttgart, dvs. NGM:s moderbolag.¹⁰⁵ NGM har förklarat att initiativet till dessa sekundärnoteringar hos Börse Stuttgart har legat hos handlarna (börsmedlemmarna). Genom sekundärnoteringen ville börsmedlemmen kunna erbjuda handel i internationella aktier, vilket innebär att nya investerare tillkommer som i sin tur ökar likviditeten i stället för att splittra den.¹⁰⁶

¹⁰² Handl.nr 66, Bilaga 1 till svar på åläggande från Nasdaq, s. 2; Handl.nr 67, Bilaga 2 till svar på åläggande från Nasdaq (internt strategimaterial), s. 2; Handl.nr 70, Bilaga 4 b till svar på åläggande från Nasdaq (internt strategimaterial), s. 1, och Handl.nr 71, Bilaga 5 till svar på åläggande från Nasdaq (internt strategimaterial), s. 1.

¹⁰³ Handl.nr 33, Yttrande från Nasdaq, s. 6 (p. 26–27).

¹⁰⁴ Handl.nr 152, Tjänsteanteckning från möte med Spotlight, s. 3.

¹⁰⁵ Handl.nr 91, Svar på åläggande från Nasdaq, s. 3, och Handl.nr 92, Bilaga 1 till svar på åläggande från Nasdaq.

¹⁰⁶ Handl.nr 81, Svar på åläggande från NGM, s. 1.

131. Nasdaq har även uppgett att bolag noterade hos NGM sekundärnoterats hos Börse Stuttgart.¹⁰⁷ NGM har uppgett att det rör sig om fyra NGM-bolag som har tagits upp till handel på Börse Stuttgart. Sekundärnoteringen har skett på begäran av bolagen (dvs. med deras uttryckliga samtycke) i syfte att ge bolagen tillgång till internationellt kapital, breddad investerarbas och nå den tyska kapitalmarknaden. NGM har vidare tydliggjort att sekundärnoteringen inte påverkar den svenska handeln i aktierna. När aktien handlas i Tyskland förekommer inga flöden från t.ex. Avanza eller Nordnet till den tyska marknaden. Det sker således ingen konkurrens om flödena som splittrar likviditeten eller påverkar bolagens intäktsdelning från den svenska handeln negativt.¹⁰⁸
132. Samtliga exempel ovan rör således sekundärnotering som skett på initiativ av handlare eller emittent, dvs. inte handelsplatsen. Vidare har sekundärnotering skett i ett annat land än primärnoteringen. Nasdaqs agerande förefaller således vara unikt så tillvida att ingen av de svenska handelsplatserna tidigare har sekundärnoterat ett svenskt SME-bolag i Sverige. De svenska SME-bolag som har sekundärnoterats har såvitt Konkurrensverket känner till blivit sekundärnoterade utomlands och då antingen på en börsmedlems eller emittentens initiativ.
133. I det fall en sekundärnotering utomlands har skett på en börsmedlems initiativ har det skett på ett sådant sätt att eventuella skador på likviditeten på primärmarknaden förefaller vara minimala. I stället förefaller det ha skett på ett sådant sätt som gjort att nya investerare kunnat beredas tillgång till att handla i aktien utan att likviditeten på primärmarknaden skadats.
134. I Konkurrensverkets analys av data som inhämtats från Esma avseende bl.a. var värdepapper är registrerade har så här långt i utredningen enbart få exempel hittats där en aktie primärnoterad på en tillväxtmarknad har blivit sekundärnoterad i samma land. Det är i den pågående utredningen oklart hur mycket handel som egentligen sker på dessa sekundärnoteringar, men det förefaller vara en liten andel. Överlag förefaller flertalet registrerade transaktionerna handla om inrapporteringar av transaktioner som skett utanför någon handelsplats. Sådana transaktioner behöver rapporteras in och då används ofta MTF:er som är speciellt avsedda för sådan inrapportering.¹⁰⁹
135. Under alla förhållanden synes det, enligt de uppgifter Konkurrensverket hittills kunnat inhämta, inte ha förekommit att ett dominerande företag har sekundärnoterat aktier, som är noterade på en konkurrerande tillväxtmarknad, eller på en MTF som inte är registrerad som en tillväxtmarknad, i samma land/på samma geografiska marknad som den

¹⁰⁷ Handl.nr 95, Tjänsteanteckning från möte med Nasdaq, s. 4.

¹⁰⁸ Handl.nr 81, Svar på äläggande från NGM, s. 2.

¹⁰⁹ Handl.nr 170, Data från Esma.

tillväxtmarknad där aktierna redan är noterade. Än mindre att detta skulle ha skett utan emittenternas samtycke.

136.

[Redacted text block]

¹¹¹

137.

[Redacted text block]

138. Som framgått ovan är syftet med kravet i artikel 33.7 i MiFID II och 11 kap. 15 § LVPM – att finansiella instrument, såsom aktier, som är noterade på en tillväxtmarknad får tas upp till handel på en annan tillväxtmarknad endast om emittenten har informerats om och inte motsatt sig sekundärnoteringen (dvs. samtyckeskravet) – att skydda emittenter från fragmenterad likviditet.

139. Som också har framgått ovan har Esma föreslagit att kravet på samtycke ska utvidgas så att samtycke krävs för all form av sekundärnotering av finansiella instrument som är (primär)noterade på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag. Enligt Esmas rapport har det framförts av respondenter till Esmas konsultation att andra handelsplatser inte skulle ta upp handel i SME-bolag och att en utvidgning därför vore onödig. Redan detta pekar på att Nasdaqs agerande inte är ett förväntat eller normalt beteende.¹¹²

140. Det förhållandet att en utvidgning har föreslagits, och att såväl Esma som de respondenter som getts tillfälle att lämna synpunkter på den nuvarande regleringens utformning, som skäl för en sådan ändring har anfört att en utvidgning av samtyckeskravet skulle minska riskerna för fragmentering av likviditet och ge emittenten kontroll över risken för splittrad likviditet, talar för att det är minst lika angeläget att skydda tillväxtbolag mot att deras aktier sekundärnoteras mot deras vilja på handelsplatser som inte är registrerade som tillväxtmarknader som att ge dem ett sådant skydd mot sekundärnotering på tillväxtmarknader.

¹¹⁰ Dvs. regeln i artikel 33.7 i MiFID II och 11 kap. 15 § LVPM.

¹¹¹ Handl.nr 68, Bilaga 3 till svar på åläggande från Nasdaq, s. 2.

¹¹² Handl.nr 136, Esma, MiFID II Review Report, p. 113.

141. De nämnda omständigheterna talar också för att tanken med den nuvarande omfattningen av samtyckeskravet inte var att det skulle vara tillåtet att sekundärnotera aktier i tillväxtbolag utan emittentens samtycke på andra handelsplatser än sådana som är registrerade som tillväxtmarknader på ett sätt som riskerar fragmentering, men att det då regleringen i artikel 33.7 i MiFID utformades inte förutsågs att ett skydd mot sådan sekundärnotering skulle behövas.

142.

113

143.

114

144. Under Konkurrensverkets utredning har Nasdaqs aviserade förfarande även lett till reaktioner hos flera av de SME-bolag som valt att lista sig på NGM Nordic SME. SME-bolagen ger också uttryck för att tanken med det särskilda skyddet för SME-bolag som finns i MiFID II inte är att börsjättar på eget initiativ ska kunna notera aktier som handlas på en annan tillväxtmarknad utan medgivande från det listade bolaget, samt att Nasdaq nu kringgår detta genom att, i strid med andemeningen i lagbestämmelsen, utnyttja ett kryphål och notera aktierna på en MTF, i stället för en tillväxtmarknad. De anser även att Nasdaqs agerande försämrar förtroendet på aktiemarknaden, genom att marknadsdominanten splittrar handeln och försämrar likviditeten. SME-bolagen är nöjda med sin notering hos NGM och betonar särskilt möjligheten att växa snabbare genom att NGM delar med sig av handelsintäkterna.¹¹⁵

145. Av utredningen har framkommit att inget av de 15 bolag som Nasdaq avser att sekundärnotera har blivit kontaktade av Nasdaq med anledning av den planerade handeln i deras aktier, och än mindre gett sitt samtycke, utan har

¹¹³ Handl.nr 68, Bilaga 3 till svar på åläggande från Nasdaq (internt strategimaterial), s. 2.

¹¹⁴ Handl.nr 70, Bilaga 4b till svar på åläggande från Nasdaq (internt strategimaterial), s. 2, och Handl.nr 71, Bilaga 5 till svar på åläggande från Nasdaq (internt strategimaterial), s. 2.

¹¹⁵ Handl.nr 26, Debattartikel i DI, publicerad den 16 maj 2022 kl. 15.05 och Handl.nr 102, Annonns från NGM i DN, publicerad den 31 maj 2022.

blivit förvägrade möjligheten att säga nej.¹¹⁶ Av utredningen har också framkommit att flera av bolagen, dvs. NGM-bolag, inte vill att deras aktier ska handlas på Nasdaq.

146. Av de 15 NGM-bolag som hittills har valts ut för handel av Nasdaq har åtminstone fyra varit öppna med att de skulle motsatt sig om de hade blivit tillfrågade.¹¹⁷
147. I stället för att utforma ett erbjudande som lockar emittenterna att notera sig på Nasdaq, har företaget valt att på eget initiativ ta upp emittenternas aktier till handel på ett sätt som undgår kravet på samtycke. Genom Nasdaqs planerade förfarande har NGM inte längre möjlighet att konkurrera om emittenter på andra sätt än genom nivån på transaktionsavgifter.
148. Detta sätter den flersidiga marknadens normala funktionssätt ur spel, då det fränkopplar konkurrensen på handlarsidan från konkurrensen på emittentsidan. Därigenom omöjliggör förfarandet det samspel mellan handelsplattformarnas erbjudanden till sina två kundgrupper, som annars kännetecknar en flersidig marknad. I detta fall blir följden att Nasdaq tillskansar sig ett övertag i konkurrensen om emittentkunder utan att – som vore fallet i normal konkurrens – ta hänsyn till denna kundgrupps efterfrågan och anpassa sitt erbjudande därefter.
149. Sammantaget talar de ovan nämnda omständigheterna för att Nasdaqs agerande att sekundärnotera aktierna i bolag noterade på NGM Nordic SME till handel utan att informera emittenterna och ge dem tillfälle att invända mot sekundärnoteringen är ett sätt att kringgå intentionerna bakom det skydd som samtyckeskrauet i artikel 33.7 i MiFID II och 11 kap. 15 § LVPM ger emittenter. Konkurrensverkets preliminära bedömning är att detta inte utgör normal prestationskonkurrens om varor och tjänster.

Avsaknad av objektivt godtagbara skäl

150. Ett agerande som normalt skulle utgöra missbruk av en dominerande ställning kan ändå vara tillåtet om det kan anses vara objektivt nödvändigt eller om den utestängningseffekt som agerandet ger upphov till kan motvägas eller rent av uppvägas av fördelar i effektivitetshänseende som

¹¹⁶ Handl.nr 95, Tjänsteanteckning från möte med Nasdaq, s. 3; Handl.nr 107, Tjänsteanteckning från telefonsamtal med Advertly AB; Handl.nr 108, Tjänsteanteckning från telefonsamtal med Grängesberg Exploration holding AB; Handl.nr 110, Tjänsteanteckning från telefonsamtal med Bluelake Mineral AB; Handl.nr 129, E-post från NGM; Handl.nr 133, Tjänsteanteckning från telefonsamtal med Quickbit eu AB; Handl.nr 134, Tjänsteanteckning från telefonsamtal med Medclair Invest AB och Handl.nr 135, Tjänsteanteckning från telefonsamtal med Lumito AB.

¹¹⁷ Handl.nr 26, Debattartikel i DI, publicerad den 16 maj 2022 kl. 15.05 och Handl.nr 102, Annonser från NGM i DN, publicerad den 31 maj 2022.



gynnar konsumenterna.¹¹⁸ Det är företaget ifråga, dvs. Nasdaq, som har bevisbördan för sådana invändningar.

151. Nasdaq har under den hittillsvarande utredningen inte angett om bolaget anser sig ha objektivt godtagbara skäl för det förfarande som utreds i detta ärende och vilka dessa skäl i så fall skulle vara. Konkurrensverket anser inte heller, utifrån den nuvarande utredningen, att Nasdaqs förfarande är motiverat av objektivt godtagbara skäl.
152. Det kan i sammanhanget noteras att Nasdaq uppgett att en av anledningarna till att de valt att sekundärnotera på en handelsplats som inte omfattas av regleringen i 11 kap. 15 § LVPM om samtyckeskrav, är att Nasdaqs regelverk i dagsläget inte tillåter att de sekundärnoterar på sin sedvanliga tillväxtmarknad First North.¹¹⁹ Det förhållandet att Nasdaqs *interna* regelverk, som det får förstås, medför att de väljer att notera på Nasdaqs handelsplats First North Sweden MTF, kan emellertid inte innebära att förfarandet är objektivt motiverat, särskilt som den främsta anledningen synes ha varit att undvika att behöva be emittenterna om samtycke. Nasdaq har i vart fall inte angett att det skulle föreligga några regulatoriska hinder eller hinder i övrigt för Nasdaq att inhämta samtycke från emittenterna.
153. Vad Nasdaq har uppgett i detta avseende föranleder således inte någon annan bedömning.

Tillämpningen av artikel 102 FEUF

154. Nasdaq har en dominerande ställning på den identifierade marknaden för tillhandahållande av tjänster för notering och handel på tillväxtmarknader för små och medelstora företag som geografiskt omfattar hela Sverige. Även om i princip samtliga noterade bolag på Nasdaqs och NGM:s tillväxtmarknader har sin hemvist i Sverige, förekommer det, om än i begränsad utsträckning, konkurrens om noteringar av svenska SME-bolag från handelsplatser i andra länder. Några av bolagen är även sekundärnoterade på handelsplatser i andra länder. Flera av de berörda handelsplatserna ägs av utländska bolag och missbruksagerandet kan antas ha en avskräckande effekt på potentiella konkurrenter som driver handelsplattformar i andra medlemsstater som överväger att etablera en tillväxtmarknad i Sverige.
155. Konkurrensverket bedömer därför att det med tillräcklig grad av sannolikhet kan förutses att Nasdaqs utredda förfarande faktiskt eller potentiellt kan

¹¹⁸ Mål C-209/10, *Post Danmark*, EU:C:2012:172, p. 40–41 med hänvisningar.

¹¹⁹ Handl.nr 91, Svar på åläggande från Nasdaq, s. 2.

påverka handelsflödet mellan medlemsstaterna på ett sådant sätt att även artikel 102 FEUF ska tillämpas på förfarandet.

Sammanfattande slutsats avseende frågan om missbruk av en dominerande ställning

156. Sammanfattningsvis bedömer Konkurrensverket att det, med den styrka som krävs för ett interimistiskt beslut, är sannolikt att Nasdaqs förfarande utgör ett missbruk av en dominerande ställning i strid med förbuden i 2 kap. 7 § KL och artikel 102 FEUF.

Det föreligger särskilda skäl att meddela ett åläggande för tiden till dess att frågan slutligt har avgjorts

Det föreligger fara i dröjsmål

157. Som redogjorts för ovan avser Nasdaq att ta upp de på NGM:s tillväxtmarknad NGM Nordic SME noterade aktierna till handel den 8 juni 2022. Såväl Avanza som Nordnet, vilka tillsammans står för en mycket stor andel av handeln i de ifrågavarande aktierna hos NGM, har uppgett att de kommer att handla där det finns bäst likviditet och där de erhåller bästa pris för ordern.¹²⁰ Av den hittillsvarande utredningen framgår att Nasdaq kommer att hålla avgifter som ligger klart under NGM:s avgifter.¹²¹

158.

[Redacted text block]

¹²²

159. Det går inte att utesluta att en stor del av handeln i de ifrågavarande aktierna kommer att ske på Nasdaqs handelsplats First North Sweden MTF redan från och med den 8 juni 2022. I vilket fall som helst kan effekten på handeln, enligt Avanza, förväntas att slå in inom ett par dagar.¹²³

160. I och med detta finns det en betydande risk för att NGM kommer att förlora en stor del av sina intäkter från handel i aktier noterade på NGM:s handelsplats redan från och med den 8 juni 2022, eller i vart fall under efterföljande dagar.

¹²⁰ Handl.nr 37, Tjänsteanteckning från möte med Avanza, s. 1, och Handl.nr 98, Svar på frågor från Nordnet.

¹²¹ Se bl.a. Handl.nr 66, Bilaga 1 till svar på åläggande från Nasdaq, s. 2; Handl.nr 67, Bilaga 2 till svar på åläggande från Nasdaq, s. 2; Handl.nr 70, Bilaga 4 b till svar på åläggande från Nasdaq, s. 1 och Handl.nr 71, Bilaga 5 till svar på åläggande från Nasdaq, s. 1.

¹²² Handl.nr 95, Tjänsteanteckning från möte med Nasdaq, s. 4.

¹²³ Handl.nr 37, Tjänsteanteckning från möte med Avanza, s. 1.



161. Det är sannolikt att detta i sin tur får till följd att NGM inom kort kommer att få en avsevärt försämrad ställning och i förlängningen svårt att verka på marknaden, såväl vad gäller att kunna behålla de emittenter som är primärnoterade hos NGM och attrahera nya emittenter att notera sina aktier på NGM:s tillväxtmarknad, som vad gäller att kunna erbjuda handel i aktier.
162. Det finns således sammantaget en överhängande risk att en av Nasdaqs få konkurrenter på marknaden kommer att förlora konkurrenskraft kort efter det att Nasdaq infört den aviserade sekundärnoteringen den 8 juni 2022 och inom en snar framtid kommer att tvingas lämna marknaden.
163. Därmed kommer Nasdaqs aviserade sekundärnotering att få allvarliga negativa konsekvenser för marknadsstrukturen och konkurrensen.
164. Om Konkurrensverket ingriper mot det aktuella förfarandet först när Konkurrensverkets utredning av förfarandet är avslutad finns det, mot bakgrund av vad som anförts ovan i detta beslut, en påtaglig risk för att konkurrensen på marknaden då redan har skadats på ett sådant sätt att det inte längre är meningsfullt att ingripa mot förfarandet.
165. Mot denna bakgrund bedömer Konkurrensverket att det föreligger fara i dröjsmål om det förevarande beslutet inte meddelas i väntan på att Konkurrensverket avgör ärendet slutligt eller bestämmer annat.

Ett interimistiskt beslut är motiverat

166. Vid bedömningen av om Konkurrensverket ska meddela ett åläggande enligt 3 kap. 3 § KL måste hänsyn också tas till de negativa effekter som ett sådant interimistiskt åläggande skulle få för företaget mot vilket åläggandet riktar sig. Nyttan av att det ifrågasatta förfarandet inte får fortgå under utredningen måste väga över eventuella nackdelar som förbudet kan innebära för adressaten.
167. Konkurrensverket har ovan redogjort för den skada som den misstänkta konkurrensöverträdelsen skulle innebära för konkurrensen samt den fara i dröjsmål som föreligger. Frågan är om intresset av att skydda konkurrensen väger över de negativa effekter som kan uppstå för Nasdaq med anledning av det interimistiska åläggandet.
168. Av internt strategimaterial som Nasdaq inkommit med framgår att Nasdaq beräknar att intäkterna från sekundärnoteringen, kommer att uppgå till [REDACTED]. Det motsvarar endast cirka [REDACTED] procent av Nasdaqs totala omsättning i Sverige.

169. [REDACTED]

124

125

170.

126

171. Sammantaget talar dessa omständigheter för att det interimistiska beslutet inte kan förväntas medföra negativa effekter av någon egentlig betydelse för Nasdaq.

172. Konkurrensverket finner mot bakgrund av det anförda att intresset av att skydda konkurrensen väger över de negativa effekter som kan uppstå för Nasdaq med anledning av det interimistiska åläggandet.

Utformningen av åläggandet

173. Ett (tillfälligt) förbud enligt 3 kap. 3 § KL får inte utformas på ett sådant sätt att det går utöver vad som objektivt sett är nödvändigt för att uppnå det syfte som föranlett åtgärden.

174. Nasdaq har i extern kommunikation den 5 maj 2022, aviserat att bolaget avser att erbjuda handel i aktier som är noterade på NGM:s handelsplats NGM Nordic SME från den 8 juni 2022. I ett nytt meddelande den 13 maj 2022 informerade Nasdaq om att det inledningsvis ska gälla 15 utpekade aktier. För att Nasdaq inte ska kunna göra åläggandet mindre effektivt genom att addera nya aktier eller ändra vilka aktier som ska omfattas av sekundärnoteringen, och mot bakgrund av att Nasdaqs första meddelande inte var begränsat till de angivna 15 bolagen, bör åläggandet omfatta samtliga bolag som är noterade på NGM:s handelsplats.

175. Ett åläggande ska vara inriktat på att säkerställa att den ifrågasatta åtgärden inte vidtas och att den befarade skadan på konkurrensen inte äger rum. Av 11 kap. 15 § LVPM följer att Nasdaq, för att ta upp de berörda aktierna till handel på sin egen tillväxtmarknad för små och medelstora företag, skulle

¹²⁴ Handl.nr 66, Bilaga 1 till Nasdaqs svar på åläggande (internt strategimaterial), s. 2; Handl.nr 67, Bilaga 2 till Nasdaqs svar på åläggande (internt strategimaterial), s. 3–4, och Handl. nr 71, Bilaga 5 till Nasdaqs svar på åläggande (internt strategimaterial), s. 1.

¹²⁵ Handl.nr 95, Tjänsteanteckning från möte med Nasdaq, s. 3.

¹²⁶ Handl.nr 65, Svar på åläggande från Nasdaq, s. 1.

behöva informera och bereda emittenterna möjlighet att motsätta sig detta. I bestämmelsen anges inte hur informationen ska gå till, inom vilken tid en invändning ska framföras eller hur detta ska ske. Av den pågående utredningen framgår att åtminstone vissa emittenter har motsatt sig sekundärnotering på Nasdaq. Som angetts ovan finns det en överhängande risk för att handeln kan flyttas till Nasdaqs handelsplats mycket snabbt om förfarandet vidtas. För att undanröja oklarheter om emittenternas inställning till sekundärnotering och för att det inte ska uppstå oklarheter om Nasdaq följer åläggandet, bör åläggandet därför utformas på så sätt att Nasdaq ska inhämta uttryckligt samtycke från emittenterna vid sekundärnotering i stället för att emittenterna enbart ska ha "informerats och inte motsatt sig det" (jfr 11 kap. 15 § LVPM). Detta gäller såvida noteringen inte sker på Nasdaqs tillväxtmarknad för små och medelstora företag dvs. i enlighet med 11 kap. 15 § LVPM.

176. Det interimistiska åläggandet är nödvändigt för att skydda konkurrensen på den aktuella marknaden. Det interimistiska åläggandet säkerställer att Nasdaq inte kan sekundärnotera aktierna utan emittenternas samtycke under tiden som utredningen pågår eller till dess Konkurrensverket beslutar annat. Det interimistiska åläggandet säkerställer att pris- och prestationskonkurrens upprätthålls, men går inte utöver vad som är objektivt nödvändigt för att uppnå det syfte som har föranlett åtgärden. Sammanfattningsvis finner Konkurrensverket att det interimistiska åläggandet som anges i detta beslut är väl avvägt och proportionerligt.

Vite

177. Konkurrensverket får förena ett beslut enligt 3 kap. 3 § KL med vite enligt 6 kap. 1 § första stycket punkten 1 KL.
178. Enligt 3 § lagen (1985:206) om viten (viteslagen) ska vitet fastställas till ett belopp som med hänsyn till vad som är känt om adressatens ekonomiska förhållanden och till omständigheterna i övrigt kan antas förmå denna att följa beslutet som är förenat med vitet. Av förarbetena till viteslagen framgår att vitet bör bestämmas så högt att det inte blir ekonomiskt fördelaktigt för adressaten att underlåta att iaktta det.¹²⁷ Vad beträffar omständigheter i övrigt som ska beaktas nämns i förarbetena värdet av det föremål som föreläggandet avser och angelägenhetsgraden av att föreläggandets föreskrifter efterlevs. Ett högre belopp kan vara motiverat om föreläggandet avser att tillgodose ett betydande samhällsintresse.¹²⁸

¹²⁷ Prop. 1984/85:96 s. 27.

¹²⁸ Prop. 1984/85:96 s. 26 f och 49.

179. Nasdaq's nettoomsättning 2020 uppgick till cirka 1 952 miljoner kronor.¹²⁹ Nasdaq's förväntade intäkter för de aviserade sekundärnoteringarna är avsevärt lägre, samtidigt som kostnaderna också har uppskattats som låga. Att ta upp aktier i bolag noterade på NGM Nordic SME till handel utan att emittenterna vars aktier det gäller har lämnat sitt samtycke skulle vara allvarligt ur konkurrenssynpunkt. Det skulle kunna leda till irreparabel skada på konkurrensen och göra ett framtida ingripande meningslöst. Det är därför angeläget att beloppet är tillräckligt högt för att säkerställa att Nasdaq efterlever beslutet till dess att frågan slutligen har avgjorts eller annat har beslutats.
180. Mot bakgrund av ovanstående faktorer bedömer Konkurrensverket att detta beslut ska förenas med ett vite om femtio miljoner (50 000 000) kronor.

Hur man överklagar

Detta beslut kan överklagas. Om ni vill överklaga ska detta göras skriftligen. Överklagandet ska ställas till Patent- och marknadsdomstolen men ges in till Konkurrensverket, 103 85 Stockholm, gärna via e-post till konkurrensverket@kkv.se, inom tre veckor från den dag ni fick del av beslutet.

I skrivelsen ska ni ange vilket beslut ni överklagar och den ändring i beslutet som ni begär.

Detta beslut har fattats av generaldirektören. Föredragande har varit sakkunnige Marcus Salomonsson.

Beslutet undertecknas inte egenhändigt och saknar därför namnunderskrifter.

Rikard Jermsten

Marcus Salomonsson

Detta beslut publiceras på Konkurrensverkets webbplats.

Kopia till: Nordic Growth Market NGM AB

¹²⁹ Nasdaq's årsredovisning för 2020. Konkurrensverket saknar uppgifter om Nasdaq's omsättning för 2021.