

**DISCIPLINNÄMNDEN VID OMX  
NORDIC EXCHANGE STOCKHOLM**

BESLUT 2008-09-03  
2008:10

OMX Nordic Exchange Stockholm AB

Bankaktiebolaget Avanza

Petter Nilsson

Bankaktiebolaget Avanza är medlem vid OMX Nordic Exchange Stockholm AB ("börsen"). Medlemskapet regleras bl.a. av börsens regelverk Norex Member Rules (NMR). Avanza har förbundit sig att följa NMR så länge medlemskapet består.

Börsen har genom härvid i bilaga fogad ansökan hemställt att disciplinnämnden med stöd av NMR skall meddela beslut om disciplinpåföljd beträffande Avanza och att den hos Avanza anställde börsmäklaren Petter Nilsson skall meddelas varning.

Avanza och Petter Nilsson har bestritt yrkandena.

Disciplinnämnden har tagit del av handlingarna i ärendet. Ingen av parterna har begärt muntlig förhandling.

Finansinspektionen har förklarat sig inte ha något att tillföra ärendet.

---

I punkt 4.6.1 av NMR föreskrivs följande:

"Order som läggs i Orderboken, Automatiskt matchade avslut och Manuella avslut skall återspegla det aktuella marknadsvärdet av ifrågavarande Instrument samt utgöra verkliga Order och Avslut.

Med "Aktuellt marknadsvärde" för Avslut avses kurser som vid en samlad bedömning återspeglar gällande kurssättning på ifrågavarande instrument. Vid fastställande av aktuellt marknadsvärde skall Norexbörs(erna) bland annat beakta ändringar i kurssättningen för Instrumentet under den aktuella Börsdagen och föregående Börsdagar, Instrumentets volatilitet, allmänna förändringar i kurssättningen för jämförbara Instrument samt, i förekommande fall, andra särskilda villkor som hänför sig till Avslutet

En Order avspeglar inte aktuellt marknadsvärde om Ordern lagts i Orderboken till en kurs som inte skulle kunna utgöra det aktuella marknadsvärdet för motsvarande Avslut. Orderns giltighetstid måste beaktas vid fastställande av Orderns kurs."

Enligt punkt 4.4.2 i NMR är en börsmedlem ansvarig för alla handlingar som en börsmäklare eller andra parter vidtar via medlemmens anslutning till handelssystemet,

*Börsen* har anfört följande.

Den 4 februari 2008 kl. 11:33:50 lade Avanza genom mäklaren Petter Nilsson en köporder avseende 29 000 aktier i Mediaprovider Scandinavia AB med en limit på 7:50 kr. Ordern ledde omedelbart till avslut, först med 4 000 aktier till kursen 5:30 kr och därefter med 25 000 aktier till kursen 7:50 kr. Föregående avslut hade skett till kursen 5:10 kr och kursavvikelsen var således över 45% i förhållande till senaste betalkurs och över 40% i förhållande till bästa säljkurs vid orderläggningstillfället. Börsen beslöt att makulera avslutet på 7:50 kr under hänvisning till NMR punkt 5.7.3, vilken bestämmelse ger börsen rätt att makulera ett avslut som uppenbart utgör en överträdelse av NMR.

Börsen kan konstatera att det genomförda avslutet till kursen 7:50 kr i betydande omfattning avvek från marknadsvärdet för den aktuella aktien. Avslutet innebar således en överträdelse av reglerna i NMR.

Avslutet genomfördes av den hos Avanza anställda mäklaren Petter Nilsson. Börsen har lyssnat på en inspelning av samtalet mellan Petter Nilsson och den aktuella kunden. Av inspelningen framgår att Nilsson var medveten om att aktien vid orderläggningen låg mellan "5:15 och 5:30" samt att kunden vid två tillfällen fick frågan om han ville "handla ända upp till 7:50." Nilsson genomförde således avslutet trots att han var väl medveten om den avvikande kursen.

Börsen hemställer att Avanza på grund av det inträffade skall åläggas sanktion enligt NMR och att Petter Nilsson skall meddelas varning.

*Avanza och Petter Nilsson* (i det följande "Avanza") har utförligt utvecklat sin ståndpunkt och sammanfattningsvis anfört följande:

Aktierna i Mediaprovider Scandinavia AB är noterade på First North. Bolaget har gett ut 9 025 000 aktier. I realiteten finns i marknaden endast ca 1 800 000 aktier eftersom resterande aktier kontrolleras av större ägare som håller aktierna långsiktigt. Minsta handelspost är 1 000 aktier. Aktien är illikvid. Under perioden 1 januari 2008 till 30 maj 2008 var aktien under 38 av 105 handelsdagar inte föremål för någon som helst handel. Under ytterligare 27 handelsdagar skedde endast ett avslut. Omsättningen var särskilt låg under perioden januari – mars 2008 där aktien under 62 handelsdagar inte omsattes alls under 28 av dagarna och det under 14 av dagarna endast skedde ett avslut.

Volymen i det aktuella avslutet var stor. Aktien har traditionellt handlats i små poster. Under 2008 före den aktuella tidpunkten hade dagsomsättning aldrig överstigit 22 000 aktier. Den normala storleken på de poster som omsattes fram till den aktuella tidpunkten förefaller ha varit kring 1-4 000 aktier.

Volatiliteten i aktien är hög. Snabba och stora kursförändringar är således inte ovanliga för aktien och var tvärtom förekommande i tiden kring den tidpunkt ärendet avser.

Kunden lade redan den 31 januari 2008 en köporder över Internet avseende 10 000 aktier i Mediaprovider på 4,35 kr. Denna order matchades inte. Dagen efter sänkte kunden volymen till 6 000 aktier i syfte att få till stånd ett avslut. Inte heller då kom något avslut till stånd. Köpordern låg kvar till den 4 februari 2008. Under förmiddagen den 4 februari 2008 lades en säljorder av Öhman om 34 000 aktier på 7,50 kr. När kunden noterade detta försökte kunden lägga en köporder på 29 000 aktier för högst 7,50 kr över Internet för att matcha säljordern. Köpordern kunde dock inte utföras eftersom kunden fick felmeddelande om att likvid saknades. Kunden kontaktade då mäklaren Petter Nilsson kring kl. 11.30. Kunden var väl medveten om den liggande säljordern och att senaste avslut hade skett till en kurs om 5,30 kr. Han var således väl medveten om de nivåer på vilka aktien tidigare handlats och att det fanns en betydande avvikelse från dåvarande börskurs. Kunden önskade dock komma över en större post i Mediaprovider och visste att en så stor så stor post som 34 000 aktier aldrig brukade finnas i marknaden. Han var således beredd att betala priset för den aktuella volymen. Emellertid hade han inte tillgång till likvid för att köpa alla 34 000 aktier utan ville köpa 29 000 aktier för att sedan införskaffa mer likvid och köpa därefter resterande del av posten. Han fick två gånger frågan om han ville göra affären trots att aktien tidigare handlats på 5,30 kr. Det ville kunden. Kunden gjorde således ett överlagt, informerat val när han instruerade Avanzas mäklare att utföra ordern.

Punkt 4.6.1 i Norexreglerna är, som disciplinnämnden uttalat tidigare, svårtolkad och inte enkel att tillämpa. Till dags dato har inga vägledande anvisningar utfärdats av OMX om hur regeln ska förstås och tillämpas i olika situationer.

Den *kurs* till vilken transaktioner i instrumentet har skett tidigare under dagen är givetvis utgångspunkt för bedömningen om avvikelsen är godtagbar. Men hur avgörande kursen är vid denna bedömning är beroende av omständigheterna i det enskilda fallet. Kursens betydelse ökar (och storleken på tillåtliga avvikelser minskar) om fråga är om en väl genomlyst, likvid och stabil aktie. I tidigare disciplinnämndspraxis har det slagits fast att större avvikelser från tidigare kurs måste tillåtas när det är fråga om ett *litet börsbolag*, vars aktie har *låg likviditet*, och *viss volatilitet*. Av ovanstående redogörelse för Mediaprovider-aktien framgår att bolaget är ett mycket litet börsbolag, att likviditeten i aktien är mycket låg och att volatiliteten är mycket hög. Särskilt under den aktuella månaden, februari 2008, var volatiliteten betydande.

Avanza menar för övrigt att det inte fanns någon annan möjlighet för kunden att förvärva en aktiepost i bolaget av denna storlek till ett lägre pris än det som erbjöds i den uteliggande säljorden varken vid den aktuella tidpunkten eller i anslutning till denna. I den meningen utgör priset 7,50 kr marknadsvärde. Det finns en skillnad mellan det fallet att den ifrågasatta ordern lagts först (dvs. utgjorde ett anbud) och det fallet att den lagts som svar på en utestående order (dvs. utgjorde en accept). Om den ifrågasatta ordern lagts först, t.ex. en köporder till ett pris klart överstigande den sista kursen för instrumentet, behöver avslutet i sig inte vara ett bevis för marknadsvärdet eftersom accepten kan ha kommit till stånd just därför att anbudet avvek från marknadsvärdet på sådant sätt att det blev förmånligt att acceptera. Men om kronologin är den omvända, dvs. om det redan föreligger en säljorder i marknaden på ett pris klart överstigande den sista kursen för instrumentet, kan inte bevisvärdet av det aktuella avslutet avfärdas på samma sätt. I det fallet kan inte motpartens order förklaras med att den order som ska bedömas på ett artificiellt sätt framkallat säljorden. Tvärtom har man *i detta fall* en informerad potentiell säljare som först lagt en order på en kurs som han tror kan leda till avslut. Om det inte finns några uppenbara skäl att tro att köparen, dvs. den som instruerar mäklaren att lägga den ifrågasatta ordern, inte uppfyller kriterierna för en informerad aktör etc måste i detta fall själva avslutet vara ett bevis på marknadsvärde. Varken när den ifrågasatta köporden lades eller i efterhand har det framkommit några omständigheter som föranleder Avanza och Petter Nilsson att tro annat än att såväl köpare som säljare gjort ett informerat och rationellt val utifrån normala kommersiella överväganden. Avslutet måste således i sig vara ett bevis på marknadsvärde.

Det aktuella ärendet liknar inget av de ärenden avseende punkten 4.6.1 som tidigare avgjorts av disciplinnämnden. I viss mening är det ett extremfall på det viset att snart sagt varje faktor som

erfarenhetsmässigt genererar större avvikelser i kursen föreligger (mindre börsbolag, låg likviditet, hög volatilitet, relativt sett stor volym, penny share etc). Avanza menar att avvikelsen i det konkreta fallet, för det konkreta instrumentet och den konkreta volymen samt mot bakgrund av hur aktien handlats och den utestående säljordern inte var större än att nivån 7,50 kr visst ”skulle kunna” utgöra marknadsvärde för ett avslut motsvarande det aktuella avslutet.

Slutligen menar Avanza att det inte kan föreligga en överträdelse, eller i vart fall inte en sanktionerad överträdelse, av punkten 4.6.1 när avvikelsen är sådan att den skulle accepteras av filtren i ett flertal automatiska handelssystem vars gränsvärden i sig har accepterats av OMX, bland annat för Avanzas internhandelssystem och OMX eget SAXESS-system.

*Börsen* har i sammanfattning genmält:

Mediaprovider är mycket riktigt ett litet bolag och spridningen av dess aktier kan anses vara av ringa omfattning. För sådana bolag finns en risk för att en likvid handel med en effektiv prissättning inte kan komma till stånd. Därför tillämpar börsen sedan ett antal år tillbaka en modell som innebär att bolagen kan anlita en börsmedlem att agera som likviditetsgarant för handeln i bolagets aktier. Börsmedlemmen åtar sig att under större delen av handelsdagen upprätthålla köp- och säljordrar i handelssystemet för de bolag som åtagandet omfattar. Sådana köp- och säljordrar ska avse minst 4 handelsposter och skillnaden mellan dess prislimer får vara maximalt 4%, räknat från prislimen för säljordern. En aktie som omfattas av ett åtagande om likviditetsgaranti markeras bl.a. i kurslistan på börsens hemsida för att allmänheten och marknadens aktörer skall informeras om förekomsten av en garant.

Mediaprovider har uppdragit åt en börsmedlem att vara likviditetsgarant för handeln i bolagets aktier. Förekomsten av en likviditetsgarant gör att påståendet om att aktien skall betraktas som illikvid därför kan ifrågasättas.

Likviditetsgaranten har att tillse att den som vill genomföra avslut i aktien skall kunna göra det, åtminstone i små volymer. Även den som vill genomföra avslut i stora volymer kan dra fördel av förekomsten av en likviditetsgarant genom att dela upp sin order i flera poster och utföra dem i takt med att likviditetsgaranten förnyar sin ordervolym. Börsen vill här understryka att detta ärende inte gäller de spärrar och filter Avanza tillämpar för att automatiskt och systematiskt stoppa ordrar från att sändas till börsen. Upplysningsvis kan nämnas att börsen ibland informeras av medlemmar om vilka nivåer för kursspärrar medlemmen tillämpar men att börsen aldrig godkänner eller på annat sätt sanktionerar dessa. Den nu aktuella ordern sändes inte till börsen

genom Avanzas system för handel via Internet utan genom en manuell orderläggning utförd av den auktoriserade handlaren Petter Nilsson.

Förevarande ärende handlar om de överväganden en auktoriserad handlare förväntas göra då beslut tas om en kundorder kan och bör registreras i börsens handelssystem. Enligt börsens regelverk är handlaren skyldig att då ta egen ställning till om den order som förmedlas faktiskt återspeglar aktuellt marknadsvärde för ifrågavarande instrument. Att kunden synes vilja handla till ett visst pris är inte tillräckligt för att handlaren skall förmedla ordern då handlaren och börsmedlemmen har ett ansvar för varje order som förmedlas och varje avslut som genomförs. Att såsom i detta fall okritiskt förmedla en order som skulle leda till en kurspåverkan på över 40% måste vara att betrakta som ett uppenbart regelbrott.

*Avanza* har i sammandrag ytterligare andragit:

Förekomsten av likviditetsgaranten är inte ett argument för att likviditeten är *högre* än den som kan utläsas av handelsstatistiken. Däremot, och det talar givetvis ytterligare för Avanzas ståndpunkt, är det bara genom förekomsten av likviditetsgaranten som någon likviditet att tala om överhuvudtaget kan sägas föreligga. Avanza vill också poängtera att likviditeten i marknaden givetvis är styrande för det pris till vilket *garanten* kan förvärva aktier och täcka den position som denne får ta när dennes säljorder matchas och därmed för den säljkurs garanten kommer att ställa.

Såvitt gäller frågan om kunden hade kunnat dela upp sina order i mindre poster och därmed kunnat uppnå sina avslut på lägre kursnivåer erinrar Avanza om att det likviditetsgarantåtagande som den i detta fall aktuella garanten – Remium – hade lämnat syftar till att säkerställa handel i *små* volymer och därför är begränsat till fyra handelsposter (dvs. 4 000 aktier). För att nå upp i volymen 29 000 aktier hade alltså krävts att kunden delat upp sin order på åtta order om fyra handelsposter. Likviditetsgaranten, Remium, torde inte ens tillnärmelsevis haft sådan volym i eget lager.

Hade Remium sökt *förvärva aktier över marknaden* är det klart att varje sådan ny order skulle drivit upp kursen. Av handelsstatistiken framgår för övrigt att det förefaller mycket sannolikt att Remium inte skulle kunna förse kunden med den aktuella volymen inom rimlig tid.

Hade Remium haft *värdepapperslåneavtal* på plats med en storägare hade Remium istället utnyttjat dessa. Effekten av detta hade varit en lägre *omedelbar* kursuppgång. Emellertid ska givetvis de upplånade aktierna levereras tillbaka till ägaren. Denna återleverans kan endast

tillgodoses genom att Remium sedermera köper i marknaden. Således kommer Remium i efterhand att agera i en mycket illikvid marknad för att förvärva en stor volym aktier. På grund av aktiens illikviditet kommer kursen att drivas upp avsevärt även i detta fall, låt vara att det sker över en längre period och att kursuppgången därmed relativt sett blir lägre. (Det kan dock inte uteslutas att kursuppgången även i detta fall hade kunnat utmynna i 7,50 kr. Det beror i viss utsträckning på lånets avtalade längd).

Frågan är emellertid vilket scenario som en mäklare och mäklarfirma har att räkna med när man med kort varsel har att bestämma sig för hur man ska agera. Uttryckt på annat sätt: vad ska disciplinnämnden utgå från för scenario?

Varken Avanza eller Petter Nilsson kände eller känner till vilka specifika arrangemang Remium må ha haft på plats för Mediaprovideraktien vid det aktuella tillfället.

Enligt Avanza bör under alla förhållanden sanktioner inte utdömas när rättsläget sammantaget är så oklart att en individuell mäklare i det konkreta fallet inte kan vara säker på vad som är tillåtet respektive otillåtet.

*Disciplinnämnden* gör följande bedömning.

Disciplinnämnden har i tidigare sammanhang framhållit att regeln i punkt 4.6.1 är av stor betydelse för förtroendet för börsens verksamhet. Utan en sådan regel skulle det finnas en betydande risk för illegitim kurspåverkan genom enskilda eller samverkande aktörer. Som nämnden har understrukit innebär regeln att borsmedlemmarna i vissa fall kan bli tvungna att avböja att fullgöra instruktioner från sina kunder, om dessa instruktioner innebär risk för att regeln blir åsidosatt. Samtidigt har nämnden också framhållit att regeln delvis är svårtolkad. (Se till det anförda bl a nämndens avgöranden 2005:8 och 2006:4).

I förevarande ärende är klarlagt att Avanza genom Petter Nilsson genomfört ett avslut i Mediaprovider som avvek från senaste betalkurs med över 45 % och från senaste bästa säljkurs med 40%. Det förhållandet att köpare och säljare varit överens om att genomföra affären till denna kurs saknar betydelse för bedömningen av om avslutet är förenligt med regelverket. Inte heller det förhållandet att det var fråga om en större aktiepost eller att det som läggs Avanza och Petter Nilsson till last rör en accept på en redan framlagd säljorder har avgörande betydelse.

I ett tidigare fall (beslut 2006:4) har nämnden emellertid ansett sig böra avstå från att bestämma disciplinpåföljd i ett fall då avvikelse skett från gällande kurs när det var fråga om en aktie i ett

mindre börsbolag med jämförelsevis låg likviditet och viss volatilitet. I det fallet ledde ordern dock till ett pris som med endast omkring 6,4 % översteg det pris som aktien närmast dessförinnan hade handlats för. I förevarande fall är avvikelsen långt större. I absoluta tal rör det sig visserligen om mindre än tre kr, och det är som Avanza framhållit tänkbart att flertalet av de automatiska filter och spärrar som tillämpas av värdepappersinstitutet skulle ha släppt igenom affären om den skett genom det Internetbaserade handelssystemet. Detta förhållande kan inte ha någon avgörande betydelse för bedömningen av om transaktionen var förenlig med regelverket, särskilt som det här var fråga om en affär som manuellt lades in i systemet av mäklaren. Disciplinnämnden vill dock påpeka att tolkningen av den aktuella regeln kan bli särskilt vanskelig när det är fråga om aktier med mycket låga värden i absoluta tal.

Även med beaktande av vad Avanza har anfört kan disciplinnämnden emellertid inte se annat än att det i detta fall var fråga om en klar överträdelse av punkt 4.6.1 i NMR som inte kan betecknas som vare sig ringa eller ursäktlig. Särskilt för den ansvarige mäklaren utgör det dock i någon mån en förmildrande omständighet att transaktionen skulle kunna tänkas ha lämnats obeivrad, om den ägt rum genom det automatiska handelssystemet. Detta hindrar emellertid inte att Avanza skall åläggas disciplinpåföljd och mäklaren meddelas varning.

Disciplinnämnden ålägger Avanza vite med etthundratusen (100 000) kronor och meddelar Petter Nilsson varning.

På disciplinnämndens vägnar

Johan Munck

I nämndens avgörande har deltagit justitierådet Johan Munck, professor emeritus Madeleine Leijonhufvud, direktören Carl Johan Högbom, civilekonomen Ragnar Boman och direktören Stefan Erneholm. Enhälligt.