

**DISCIPLINNÄMNDEN VID OMX
NORDIC EXCHANGE STOCKHOLM**

BESLUT 2008-11-03
2008:12

OMX Nordic Exchange Stockholm AB
HQ Bankaktiebolag
Fredrik Crafoord

HQ Bankaktiebolag (HQB) är medlem vid OMX Nordic Exchange Stockholm AB ("börsen"). Medlemskapet regleras bl.a. av börsens regelverk Norex Member Rules (NMR). HQB 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 HQB och att den hos HQB anställde börsmäklaren Fredrik Crafoord, tillika tradingchef och vice verkställande direktör i banken, skall meddelas varning.

HQB och Fredrik Crafoord har bestritt yrkandena.

Finansinspektionen har förklarat sig inte ha något att tillföra ärendet.

I ärendet har den muntlig förhandling ägt rum den 22 oktober 2008, varvid börsen företrätts av avdelningschefen Anders Acebo, senior legal counsel Ulf Lindgren och marknadsövervakningschefen Joakim Strid samt HQB och Fredrik Crafoord företrätts av chefsjuristen Richard Berlin varjämte Fredrik Crafoord varit personligen närvarande.

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 kursättning på ifrågavarande instrument. Vid fastställande av aktuellt marknadsvärde skall Norexbörs(erna) bland annat beakta ändringar i kursättningen för Instrumentet under den aktuella Börsdagen och föregående Börsdagar, Instrumentets volatilitet, allmänna förändringar i kursättningen 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.”

I punkt 4.6.2 anges ytterligare bl.a. följande:

”Medlemmen får inte lägga Order eller genomföra Avslut som var för sig eller tillsammans avser att otillbörligt påverka prisbildningen i Handelssystemet, saknar kommersiellt syfte, eller avser att försena eller förhindra tillgång till Handelssystemet för andra medlemmar.”

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 i ärendet anfört följande.

Vad som sägs i NMR punkt 4.6.1 och 4.6.2 gäller även under den s.k. callen innan den kontinuerliga handeln öppnar för dagen. Call-förfarandet startar kl 8.45. Fram till kl 9.00 kan marknadsaktörerna inte bara lägga in utan även dra tillbaka sina ordrar. Omedelbart efter kl 9.00 följer en period på 7-8 minuter då kvarstående säljordrar och köpordrar matchas mot varandra, så att avslut uppstår. Call-förfarandet syftar till att fastställa det marknadspris som skall gälla när handeln öppnar. Under callens genomförande beräknas ett jämviktspris, ett indikativt pris baserat på befintliga ordrar, som görs tillgängligt för marknadens aktörer. Marknadsaktörerna kan visserligen under callen dra tillbaka sina ordrar, men en förutsättning för att callen ska fungera är emellertid att aktörerna endast lägger ordrar med priser och volymer till vilka de i vart fall vid ordertillfället är villiga att genomföra avslut. Ett annat förfarande skulle vara ägnat att vilseleda andra marknadsaktörer om den kommande prisbilden och därmed kunna förmå dessa att agera på ett sätt som de annars inte skulle ha gjort.

Den 17 juni 2008 stängde Hennes & Mauritz-aktien till kursen 320 kr. Den 18 juni 2008 offentliggjorde Hennes & Mauritz (HM) före börsens öppnande sin rapport avseende perioden den 1 december 2007 - 31 maj 2008. HQB lade samma morgon köpordrar för egen räkning i callen avseende som mest 250 000 aktier i HM B, varav ordrar avseende 200 000 aktier limiterades till 350 respektive 360 kr. HQB stod under den större delen av callen för merparten av den ordervolym som låg till grund för beräkning av jämviktspriset och dominerade således orderbokens köpsida. Strax innan callen avslutades drog dock HQB tillbaka sina tidigare ordrar och genomförde avslut i callen till jämviktspriset 343,50 kr avseende endast 25 000 aktier. Omsättningen i callen uppgick slutligen till 183 000 aktier, dvs. en mindre total volym än den som HQB några minuter tidigare uppgett sig vilja köpa. Snittkursen för aktien kom sedan under dagen att uppgå till 342,30 kr.

HQB:s orderläggning i callen den 18 juni innebar således att HQB inledningsvis förklarade sig villig att för egen räkning köpa stora volymer av HM-aktien till priser som avsevärt avvek dels från de priser till vilka övriga marknadsaktörer visade sig villiga att handla, dels från det pris till vilket HQB senare genomförde köp och försäljningar av aktier. Som en direkt följd av HQB:s orderläggning hölls jämviktspriset under större delen av callen på en klart högre nivå än de priser till vilka handel senare skulle komma att äga rum. Marknaden gavs därmed intrycket att den öppningskurs som skulle komma att fastställas i callen skulle vara betydligt högre än vad som senare skulle bli fallet. Strax innan öppningskursen skulle fastställas visade det sig emellertid att HQB inte stod för sina ordrar utan drog tillbaka dessa varpå prisnivån i callen föll tillbaka.

Orderarna lades av Fredrik Crafoord. Vid samtal med börsen i samband med den aktuella orderläggningen uppgav Fredrik Crafoord att han kanske inte hade för avsikt att stå för sina ordrar fullt ut utan att avsikten också varit att locka fram säljare. I vilken omfattning han skulle komma att fullfölja orderarna var beroende av hur stor volymen blev.

Börsen kan konstatera att det aldrig varit HQB:s avsikt att hela den ordervolym som lades in i handelssystemet i samband med callen skulle leda till avslut. En betydande del av ordervolymen motsvarades således inte av några verkliga ordrar. Prisbildningen i callen blev därmed missvisande och vilseledande. Orderläggningen stred därmed enligt börsens mening mot bestämmelserna i NMR punkt 4.6.1 och 4.6.2.

I brev den 22 oktober 2004 kritiserade börsen dåvarande Hagströmer & Qviberg AB (HQ) för ett liknande förfarande avseende callen i Ericsson. Vid detta tillfälle drog HQ bort samtliga sina köpordrar några sekunder innan callen avslutades. Fredrik Crafoord var då ansvarig för tradingverksamheten vid HQ.

Enligt börsens mening medför HQB:s ansvar för mäklarverksamheten samt det i viss mån upprepade beteende att förevarande överträdelse inte kan anses vara av mindre allvarlig karaktär.

Börsen hemställer vidare att disciplinnämnden meddelar Fredrik Crafoord en varning i enlighet NMR punkt 4.11.8 för den ovan redovisade överträdelsen av NMR.

HQB och *Fredrik Crafoord* har anfört:

Banken och Fredrik Crafoord bestrider OMX ansökan och gör därvid gällande att Fredrik Crafoord inte handlat i strid med Norex regelverk. I vart fall är det som eventuellt kan läggas Fredrik Crafoord till last av sådan ringa och ursäktlig art att det saknas skäl att förordna om sanktioner.

Syftet med Call-förfarandet är att marknadsaktörerna skall finna ett marknadspris för varje enskilt instrument som skall gälla när den kontinuerliga handeln öppnar. Syftet med att marknadsaktörerna får dra tillbaka en order är att man skall kunna anpassa sin slutliga order till marknadsindikationerna från andra marknadsaktörer jämte den information som i övrigt finns tillgänglig under Call-förfarandet.

OMX påstående att "det aldrig varit *HQB*:s avsikt att hela den ordervolym som lades in i handelssystemet i samband med callen skulle leda till avslut", är inte korrekt. Avsikten fanns när ordervolymen lades. Efter det att orderna lagts blev det klart för Fredrik Crafoord att marknadsförutsättningarna inte svarade mot hans förväntningar, vilket bekräftades av att börserna strax före 09.00 kontaktade honom per telefon och ifrågasatte orderna. Det var mot den bakgrunden som Fredrik Crafoord drog tillbaka de aktuella orderna i enlighet med den rätt som finns enligt regelverket.

Fredrik Crafoord har hörts personligen och har därvid berättat i huvudsak följande.

Handeln inom *HQB*, där Fredrik Crafoord är tradingchef, avser huvudsakligen derivat, men banken strävar efter att tillgodogöra sig en positiv eller negativ exponering mot enskilda aktier på det sätt som vid varje givet tillfälle är mest lönsamt.

Hennes & Mauritz lämnade på morgonen den 18 juni 2008 en delårsrapport som var utomordentligt positiv och som enligt Fredrik Crafoords mening borde föranleda en kraftig uppgång vid öppningen men även fortsatt under hela dagen, särskilt som *HM*-aktien varit pressad under dagarna före rapporten. Till denna bedömning från hans sida bidrog ytterligare att börserna i USA och Tyskland den 17 juni hade visat en kraftig uppgång. Fredrik Crafoord ansåg att *HQB* borde skaffa sig en positiv exponering i öppningen för att dra nytta av en fortsatt uppgång under dagen. Enligt hans erfarenhet är det mest effektiva sättet att få tag i volym till billigaste pris att bjuda högt för en betydande volym för att sondera säljintresset och sedan gradvis anpassa volymen till identifierat intresse. Genom att dra in större volymer och skapar man oftast en orderbok med bättre djup i vilken man kan matcha även större volymer. Att börja bjuda lågt och öka volym och pris, ökar risken för en s k front-running i callens slutskede. Detta synsätt var bakgrunden till de order som Fredrik Crafoord lade in i

systemet inför callens öppnande. Han gjorde detta redan kl 8.40 för att säkerställa att orderarna skulle uppmärksammas omedelbart vid callens start kl 8.45.

Strax före kl. 09.00 den 18 juni 2008 blev Fredrik Crafoord uppringd från börserna, varvid man ifrågasatte om orderarna var seriösa. Samtalet gjorde Fredrik Crafoord något osäker, eftersom han inte förstod vad börserna ville åstadkomma med samtalet och bidrog till att han återkallade en av köporderarna på 100 000 aktier. När denna order togs bort påverkades inte callen nämnvärt, utan den rörde sig fortfarande runt 345 kronor. Till Fredrik Crafoords beslut att återkalla den ena av orderarna bidrog också att han noterade att HQB var nästan den enda köparen av HM-aktier i callen, något som han inte hade räknat med och som ingav viss otrygghet. Han hade utgått från att callen skulle bli betydligt mera omfattande med avseende på HM-aktier och att många köpare skulle anmäla sig.

När den kontinuerliga handeln startade öppnade Europaindex upp för att omedelbart falla tillbaka och callförloppet i Stockholm präglades av säljtryck beroende på att OMX-terminen handlades under teoretiskt värde. När terminen handlas under teoretiskt värde skapas säljtryck i OMX-korgen och även i HM-aktien som är en tung komponent i indexet. Dessa rörelser i OMX-terminen och övriga europeiska indexterminer fick Fredrik Crafoord att vackla något i hans tidigare tro om en positiv börsdag och när det skapades ett utbudsöverskott i HM-Callen på såvitt han minns ca 100 000 aktier minskade han HQB:s andra köporder till 25 000 och försökte istället köpa ytterligare aktier i den kontinuerliga handeln vilket han också lyckades med. HQB förvärvade på detta sätt ytterligare 25 000 till 342 kronor. Totalt köpte HQB alltså 50 000 av de indikerade 200 000 HM-aktierna i nära anslutning till callen, vilket inte kan anses vara anmärkningsvärt i den volatila marknaden som då var aktuell. Att HM-aktien trots en kraftigt negativ börsdag handlades till i genomsnitt 342.30 kronor visar också att Fredrik Crafoords uppfattning om aktien inte var ogrundad.

De ordrar Fredrik Crafoord lade in under callen var allvarligt menade i den stund de lades. Den vidare utvecklingen av callen med det överraskande samtalet från börserna rubbade hans förväntningar, vilket ledde till att han anpassade sina ordrar efter att i hast ha omvärderat läget. Han hade således inte för avsikt att på ett regelvidrigt sätt påverka prissättningen av HM-aktien, utan eventuella brister i hans agerande måste sökas i oförmågan att i callens inledningsskede göra en korrekt bedömning av efterfrågan på HM-aktien. Om börserna inte hade tagit kontakt med honom, skulle han förmodligen inte ha återkallat en så stor del av de ursprungligen lagda orderarna.

Disciplinnämnden får för egen del anföra följande.

Reglerna för callen medger visserligen att marknadsaktörerna fritt kan återkalla ordrar fram till dess att matchningen påbörjas kl 9.00. Det råder emellertid ingen tvekan om att föreskriften i punkt 4.6.2 av NMR är tillämpliga även i fråga om call-förfarandet. Inte heller under callen får således en borsmedlem lägga in en order i handelssystemet som avser att otillbörligt påverka prisbildningen eller som saknar kommersiellt syfte. Sker detta föreligger ett brott mot regelverket som är ägnat att motverka syftet med call-förfarandet. Vad som nu sagts hindrar inte att det i och för sig är godtagbart att en borsmedlem återkallar eller ändrar en orderläggning beroende på den utveckling som sker under callen.

Nämnden konstaterar att Fredrik Crafoord under callen den 18 juni 2008 har lagt in ordrar på en mycket betydande volym HM-aktier till en kurs som kraftigt översteg föregående dags genomsnittskurs för att återkalla större delen av orderarna omedelbart före det att matchning skulle påbörjas kl 9.00. Detta skapar otvivelaktigt misstankar om att orderarna inte varit allvarligt menade, särskilt med tanke på börsens upplysning att Fredrik Crafoord för HQ:s räkning tidigare agerat på ett likartat sätt. Liksom börsen finner nämnden att ett sådant förfarande kan vara ägnat att påverka prisbildningen vid börsens startande.

I förevarande fall finner sig disciplinnämnden dock inte kunna bortse från de förklaringar som Fredrik Crafoord har lämnat och fäster särskilt avseende vid att Hennes & Mauritz ostridigt på morgonen den 18 juni hade lämnat en mycket positiv delårsrapport. Nämnden noterar också att genomsnittskursen under den 18 juni på HM-aktien blev 342.30 kronor, vilket visar att det fanns fog för att som Fredrik Crafoord räkna med en kraftig uppgång under dagen i förhållande till föregående dag. Lämpligheten av att lägga in ordrar med den aktuella volymen och det kraftigt förhöjda priset under callen kan visserligen även med dessa utgångspunkter starkt ifrågasättas. Det förhållandet att Fredrik Crafoord uppenbarligen gjort en felbedömning innebär dock inte att man kan utgå från att orderarna saknade kommersiellt syfte. Nämnden beaktar också att det är tänkbart att det – högst befogade – samtal som Fredrik Crafoord erhöll från börsen kan ha gjort honom förvirrad och påverkat hans beslut att till så stor del dra tillbaka orderarna.

Sammanfattningsvis anser nämnden, trots att vissa för HQB och Fredrik Crafoord besvärande omständigheter föreligger, att det inte är tillräckligt klarlagt att de aktuella orderarna avsett att otillbörligt påverka prisbildningen i handelssystemet eller saknat kommersiellt syfte.

Disciplinnämnden låter bero vid vad som förekommit i ärendet.

På disciplinnämndens vägnar

Johan Munck

I nämndens avgörande har deltagit justitierådet Johan Munck, justitierådet Marianne Lundius, direktören Hans Mertzig, direktören Carl Johan Högbom och direktören Jack Junel.
Enhälligt.