



KLAGANDE

Nasdaq Clearing AB, 556383-9058

Ombud: Advokaterna Fredrik Sjövall och Martin Rückel samt
jur.kand. Josefine Träsk

MOTPART

Finansinspektionen

ÖVERKLAGAT AVGÖRANDE

Förvaltningsrätten i Stockholms dom den 22 december 2021
i mål nr 3651-21, se bilaga A

SAKEN

Varning och sanktionsavgift enligt lagen om värdepappersmarknaden

KAMMARRÄTTENS AVGÖRANDE

1. Kammarrätten bifaller överklagandet delvis och fastställer Nasdaq Clearing AB:s sanktionsavgift till 250 miljoner kr.
 2. Kammarrätten avslår överklagandet i övrigt.
-

Innehållsförteckning

SAMMANFATTNING	3
YRKANDEN M.M.....	4
SKÄLEN FÖR KAMMARRÄTTENS AVGÖRANDE	4
Legalitetsprincipen.....	4
PFMI-principerna	8
Bevisbörda och beviskrav	10
Deltagandekraven	11
<i>Artikel 21-översynen</i>	<i>11</i>
<i>Krav på tillräckliga ekonomiska medel enligt artikel 37.1 i Emir ..</i>	<i>13</i>
<i>Krav på regler och rutiner som är tillräckligt effektiva för att säkerställa att deltagandekraven på operativ förmåga följs enligt artikel 26.2 i Emir</i>	<i>18</i>
<i>Krav på transparens enligt artikel 37.1 i Emir</i>	<i>21</i>
<i>Kravet på löpande övervakning enligt artikel 37.2 i Emir.....</i>	<i>24</i>
<i>Kravet på årlig övervakning enligt artikel 37.2 i Emir.....</i>	<i>26</i>
Obeståndshanteringen	29
<i>Investeringsriktlinjerna i artikel 47 i Emir.....</i>	<i>29</i>
<i>Kravet på professionellt agerande enligt artikel 36.1 i Emir.....</i>	<i>37</i>
Konfigurationsfelet	40
<i>Fel i beräkningsmodellen för marginalsäkerheter enligt artikel 41.1 i Emir.....</i>	<i>40</i>
<i>Otillräckliga styrformer, regler och rutiner enligt artikel 26 i Emir</i>	<i>45</i>
Ingripande.....	46
<i>Val av ingripande.....</i>	<i>46</i>
Finns det förutsättningar att avstå från ett ingripande?	50
Vilket ingripande är lämpligt?	52
<i>Sanktionsavgiftens storlek</i>	<i>54</i>
Fastställande av taket för sanktionsavgiften	57
Hur stor ska sanktionsavgiften vara?	59

SAMMANFATTNING

Kammarrätten har bedömt att Nasdaq Clearing i sin egenskap av central motpart har överträtt flera artiklar i förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister – Emir. Det handlar bl.a. om att Nasdaq Clearing inte har ställt tillräckliga krav på sina medlemmars ekonomiska och operativa förmåga. Bolaget har vidare haft brister i sina rutiner att löpande och årligen övervaka medlemmarnas förmåga. Nasdaq Clearing har i samband med en händelse år 2018, när en av bolagets medlemmar hamnade på obestånd, överträtt investeringsriktlinjerna genom hanteringen av obeståndshändelsen. Ett fel i beräkningsmodellen för marginalsäkerheter (kallat konfigurationsfelet) har lett till att Nasdaq Clearing den 26 november 2018 inte tog in tillräckliga marginalsäkerheter. Bolaget har vidare inte haft tillfredställande metoder och rutiner för att förhindra att konfigurationsfelet uppstod.

Nasdaq Clearings överträdelser rör centrala delar i det regelverk som styr en central motparts verksamhet. Överträdelserna är allvarliga och har medfört potentiella effekter på det finansiella systemet och i förlängningen på den finansiella stabiliteten varför de motiverar ett ingripande i form av en varning förenad med en sanktionsavgift. Efter en sammantagen bedömning av omständigheterna anser kammarrätten, till skillnad från underinstanserna, att en sanktionsavgift om 300 miljoner kronor inte är proportionerlig och avgiften ska därför sättas ner till 250 miljoner kronor. Överklagandet ska avslås i övrigt.

YRKANDEN M.M.

Nasdaq Clearing yrkar i första hand att Finansinspektionens beslut ska upphävas. I andra hand yrkar bolaget att beslutet om varning ska ersättas med en anmärkning och att sanktionsavgiften ska sättas ned, i första hand till 0 kr. I tredje hand yrkar bolaget att sanktionsavgiften ska sättas ned.

Finansinspektionen anser att överklagandet ska avslås.

Kammarrätten har hållit muntlig förhandling i målet.

SKÄLEN FÖR KAMMARRÄTTENS AVGÖRANDE

Legalitetsprincipen

Kammarrätten konstaterar inledningsvis att *Nasdaq Clearing* inte ifrågasätter giltigheten av Emir. Utgångspunkten för kammarrättens bedömning är att Emir är en giltig rättsakt. Frågan i denna del är om de tillämpliga bestämmelserna i Emir är tillräckligt tydliga för att kunna läggas till grund för ett ingripande.

Nasdaq Clearing för fram bl.a. följande. Förvaltningsrätten har lagt en uppenbart felaktig syn på legalitetsprincipen till grund för sin bedömning. Betydelsen av denna princip är att den ställer höga krav på att sådant som ska vara förbjudet eller påbjudet tydligt ska framgå av författningstexten. Utrymmet för att utvidga det straffbara eller sanktionerade området till sådant som inte direkt omfattas av ordalydelsen är obefintligt. Enligt det som Högsta domstolen uttalade i NJA 2013 s. 842 får legalitetsprincipens krav på tydlighet normalt anses vara uppfyllt när en person av en bestämmelses ordalydelse, och i förekommande fall med stöd av domstolarnas tolkning, får kunskap om vilka handlingar eller vilken underlåtenhet som kan medföra ansvar enligt bestämmelsen. Högsta

domstolen ansåg vidare att bestämmelsen i fråga var oklar, då den kunde tolkas på olika sätt och varken praxis eller förarbeten gav någon ledning. Detta begränsade det möjliga tillämpningsområdet, eftersom bestämmelsen av legalitetshänsyn skulle tolkas restriktivt. Förvaltningsrätten har i det aktuella målet inte analyserat och prövat rekvisiten i de åberopade bestämmelserna i Emir, i vissa fall inte över huvud taget och i andra fall utan den noggrannhet och restriktivitet som kännetecknar prövningen i NJA 2013 s. 842.

Förvaltningsrättens ståndpunkt – att det synsätt som Högsta förvaltningsdomstolen gett uttryck för i HFD 2020 ref. 28 inte ska tillämpas i mål om förvaltningsrättsliga sanktioner – är fel. Det avviker dessutom från flera andra avgöranden från samma förvaltningsrätt. Vitesförelägganden och sanktionsavgifter är båda offentlighetsrättsliga ingripanden. Det som framför allt skiljer dem åt är att ett vitesföreläggande ställer upp ett sanktionerat förbud eller påbud i ett individuellt fall medan en sanktionsavgift utgår för en överträdelse av en allmänt gällande författning. På så sätt har sanktionsavgiften ännu större likheter med ett straff än vad ett vitesföreläggande har. Uttalandena i Högsta Förvaltningsdomstolens avgörande bör därför tillmätas större tyngd i fråga om sanktionsavgifter än viten.

Finansinspektionen för fram bl.a. följande. Av de skäl som framgår av förvaltningsrättens dom är bestämmelserna i Emir tillräckligt tydliga för att ligga till grund för ett ingripande mot Nasdaq Clearing.

I målet är det fråga om en administrativ sanktion av straffrättslig karaktär och legalitetsprincipen är därför tillämplig. Legalitetsprincipen har stor betydelse inom bl.a. den offentliga rätten, särskilt i fråga om beslut som är betungande för enskilda. Principen förutsätter en restriktiv tolkning av betungande bestämmelser och en extensiv tillämpning kan inte motiveras med t.ex. ändamålssynpunkter. Det finns dock inte något hinder mot att en

bestämmelse med försiktighet tolkas enligt vedertagna grundsatser (NJA 1994 s. 480 och MD 2015:5).

Tillämpningsområdet för Emir är klart avgränsat och Nasdaq Clearing är en aktör som, i egenskap av central motpart enligt förordningen, har synnerligen god insikt i den verksamhet som Emir reglerar.

Kammarrätten gör följande bedömning.

Nasdaq Clearing anser att påförandet av en sanktionsavgift bör liknas vid en straffrättslig sanktion och att det med hänsyn till legalitetsprincipen därför krävs att det av ordalydelsen i de tillämpliga bestämmelserna i Emir framgår vad det är som ankommer på bolaget. Vidare anser Nasdaq Clearing att Emir inte uppfyller dessa krav på tydlighet och att förordningen därför inte kan läggas till grund för ett ingripande.

Kammarrätten konstaterar att påförandet av en sanktionsavgift är en administrativ sanktion som inte kan jämföras med en sanktion i straffrättslig mening. Legalitetsprincipen har dock stor betydelse även inom den offentliga rätten, särskilt i fråga om beslut som är betungande för enskilda, och förutsätter en restriktiv tolkning av sådana bestämmelser (MD 2015:15).

I likhet med förvaltningsrätten anser kammarrätten att samma långtgående krav på tydlighet och precision i fråga om utformningen av vitesförelägganden som ställs i HFD 2020 ref. 28 inte kan ställas på lagstiftningen i fråga om en sådan sanktionsavgift som är aktuell i målet. Vidare har Högsta domstolen i NJA 1994 s. 480 uttalat att legalitetsprincipen inte utgör ett hinder mot att en bestämmelse tolkas enligt vedertagna grundsatser så att dess rätta mening utrönas. Av det avgörandet framgår även att en sådan tolkning måste göras med försiktighet och att en tolkning som har fått genomslag i praxis inte bör frångås utan tungt vägande skäl. I HFD 2019

ref. 72 och 2022 ref. 23, som rörde sanktionsavgifter enligt lagen med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning, gjorde Högsta förvaltningsdomstolen bedömningen – i fråga om det fanns skäl att avstå från ingripande – att det mot bakgrund av förordningens syfte fanns skäl för en restriktiv tillämpning av de i målet aktuella undantagsreglerna.

Emir är en rättsakt med direkt effekt och gäller som lag i Sverige. Av EU-domstolens dom den 28 mars 2017 (Rosneft, C-72/15, EU:C:2017:236) framgår bl.a. följande. Enligt praxis från Europeiska domstolen för de mänskliga rättigheterna avseende artikel 7 i Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna, vilken artikel avser motsvarande rättigheter som de som garanteras i artikel 49 i stadgan, kan lagstiftningsakters ordalydelse, då den med nödvändighet måste vara allmänt hållen, inte vara utformad med absolut precision. Härav följer bland annat att användning av en lagstiftningsteknik där man anger allmänna kategorier snarare än uttömmande förteckningar, ofta medför svåra gränsdragningar av definitionerna. De tvivel som kan uppstå i olika gränsfall innebär emellertid inte i sig att en bestämmelse ska anses vara oförenlig med artikel 7 i nämnda konvention, förutsatt att bestämmelsen anses vara tillräckligt tydligt utformad i de allra flesta fall. Lagens förutsebarhet hindrar inte att den berörda personen kan se sig nödsakad att anlita kvalificerad rådgivare för att bedöma vilka konsekvenser ett visst agerande kan få.

Mot denna bakgrund instämmer kammarrätten i förvaltningsrättens bedömning att de tillämpliga bestämmelserna i Emir är tillräckligt tydliga för att kunna läggas till grund för ett ingripande. Legalitetsprincipen förutsätter dock att bestämmelserna i Emir tolkas restriktivt.

PFMI-principerna¹

Nasdaq Clearing för fram bl.a. följande. Bolaget vidhåller att PFMI-principerna inte kan läggas till grund för en sanktion. Det är klart att principerna inte är rättsligt bindande. För att kunna fatta ett beslut om ingripande och sanktionsavgift krävs att den skyldighet som den centrala motparten påstås ha åsidosatt ska kunna utläsas redan av den tillämpliga författningen, i detta fall Emir. Det finns flera skäl för att PFMI-principerna inte kan ligga till grund för en bedömning av om Emir har överträtt. För det första innehåller inte principerna någon vägledning för, eller rekommendation om, hur Emir ska tillämpas. Det är ett helt fristående och parallellt regelverk. För det andra gäller ESMA-riktlinjerna² om PFMI-principerna uttryckligen inte finansinstituten utan är till för tillsynsmyndigheterna. För det tredje finns inte PFMI-principerna översatta till svenska vilket är en förutsättning för att de ska kunna tillämpas.

Finansinspektionen för fram bl.a. följande. PFMI-principerna ligger inte till grund för beslutet. Däremot har principerna betydelse för tolkningen av Emir, vilket även framgår av skälen till Emir. Nasdaq Clearing har aktivt deltagit i arbetet med att ta fram PFMI-principerna och verkat för att de principer som ligger till grund för regleringen ska utformas så att de tillåter individuella lösningar i olika verksamheter. Nasdaq Clearings påstående att PFMI-principerna inte kan tillämpas i målet är ogrundat.

Kammarrätten gör följande bedömning.

PFMI-principerna är rådgivande principer för finansmarknadernas infrastruktur och kan närmast liknas vid allmänna råd. Kopplingen mellan Emir och PFMI-principerna anges i inledande skäl 90 i Emir där det står att

¹ CPSS-IOSCO:s Principles for financial market infrastructures, som fastställdes den 16 april 2012.

² Riktlinjer och rekommendationer för genomförande av CPSS-IOSCO:s principer för finansmarknaden infrastruktur när det gäller centrala motparter, ESMA/2014/1133.

det är viktigt att säkerställa en internationell samsyn om kraven på centrala motparter. Emir följer de befintliga rekommendationer som utvecklats av CPSS-IOSCO³ inbegripet PFMI-principerna. Principerna skapar en unionsram inom vilken centrala motparter kan fungera säkert.

Allmänna råd är, till skillnad från föreskrifter, inte bindande. Allmänna råd är sådana generella rekommendationer om tillämpningen av en författning som anger hur någon kan eller bör handla i ett visst hänseende (se 1 § författningssamlingsförordningen [1976:725]). Kammarrätten har i ett mål om återkallelse av tillstånd enligt lagen (1991:981) om värdepappersrörelse uttalat att allmänna råd kan sägas utgöra rekommendationer till stöd för hur författningar som styr verksamheten kan tillämpas. De anger hur adressaten kan eller bör handla och syftar till att påverka utvecklingen i en viss riktning och att främja en enhetlig rättstillämpning. Ett institut som följer allmänna råd kan inte vänta sig någon kritik från Finansinspektionen i det specifika avseendet. Om ett institut inte följer allmänna råd måste det emellertid framgå att institutet handlar på något annat sätt som leder till att kraven i bakomliggande bestämmelse uppfylls (Kammarrätten i Stockholms dom den 5 mars 2007 i mål nr 1861-05).

Vad gäller PFMI-principerna så delar kammarrätten förvaltningsrättens bedömning att principerna inte ensamt kan läggas till grund för ett ingripande mot en central motpart. För ett ingripande krävs att Nasdaq Clearing har överträtt någon bestämmelse i Emir eller bestämmelser i något annat av de rättsligt bindande regelverk som reglerar centrala motparter verksamhet.

Kammarrätten anser att PFMI-principerna inte ligger till grund för beslutet men att principerna kan tillmätas betydelse för tolkningen av Emir. Vad Nasdaq Clearing har fört fram om ESMA-riktlinjerna ändrar inte den

³ Committee on Payment and Settlements Systems-International Organization of Securities Commissions.

bedömningen. Att principerna inte finns översatta till svenska utgör inte något hinder mot att tillämpa dem i Sverige (jfr NJA 2019 s. 577 p. 19). PFMI-principerna utgör alltså en generell rekommendation om hur Emir ska tillämpas.

Bevisbörda och beviskrav

Nasdaq Clearing för fram bl.a. följande. En viktig fråga är vilket beviskrav som åvilar Finansinspektionen. Förvaltningsrätten har ålagt bolaget en börda att motbevisa det som läggs bolaget till last. Det är en uppenbart felaktig utgångspunkt. Det är Finansinspektionen som har bevisbördan för att förutsättningarna att påföra en förvaltningsrättslig sanktion är uppfyllda. Av praxis följer att beviskravet bör ställas högt när det gäller sådana ingripanden. Av äldre rättspraxis följer vidare att beviskravet inte kan ställas lika högt som för en fällande dom i ett brottmål. Det kan ifrågasättas om det synsätt som kommit till uttryck i äldre rättspraxis är korrekt. Det beviskrav som innebär att Finansinspektionen ska klarlägga att en överträdelse har skett ger en god bild av hur prövningen bör ske. Problemet i det här målet är dock inte med vilken nyans av stränghet som beviskravet för Finansinspektionen ska utformas. Problemet i det här målet är att förvaltningsrätten i flera avseenden har krävt att *Nasdaq Clearing* ska visa att någon överträdelse inte förekommit. I det här målet finns flera bevisfrågor där parterna inte är överens. I ett sådant läge, och då Finansinspektionen varken i sitt beslut eller vid den muntliga förhandlingen i förvaltningsrätten pekat på någon utredning överhuvudtaget som stöder inspektionens ståndpunkter i sakfrågorna, borde bevisbördans placering ha fått genomslag i prövningen.

Finansinspektionen för fram bl.a. följande. Det exempel som *Nasdaq Clearing* tar upp är förekomsten av risk i portföljerna. Bedömningen av om det förelåg någon form av risk i portföljerna är gjort på grundval av de faktiska omständigheterna i ärendet och de uppgifter som *Nasdaq Clearing*

har lämnat i Finansinspektionens undersökningar. Förvaltningsrätten har inte ålagt Nasdaq Clearing att visa att någon risk inte förelåg.

Kammarrätten gör följande bedömning.

Målet avser ett ingripande från det allmänna mot en enskild i form av bl.a. en sanktionsavgift. När det gäller mål som rör ingripanden från det allmänna visar praxis att bevisbördan som huvudregel åvilar det allmänna dvs. myndigheten (jfr SOU 2010:29 s. 407). Kammarrätten anser mot den bakgrunden att det är Finansinspektionen som har bevisbördan för att förutsättningarna för varning och sanktionsavgift är uppfyllda i målet.

Det saknas bestämmelser i Emir och i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden – LV – angående frågan om vilket beviskrav som ska tillämpas varför förvaltningsprocesslagen (1971:291) och allmänna förvaltningsrättsliga principer gäller. När det gäller beviskrav finns i förvaltningsprocessen inget för alla situationer gällande beviskrav utan detta varierar med hänsyn till sakens beskaffenhet (jfr HFD 2013 ref. 61). När det gäller vilket krav som bör ställas på bevisningen så är det i målet fråga bl.a. om en administrativ sanktionsavgift vilket är en ingripande åtgärd från det allmännas sida. Av rättssäkerhetsskäl bör beviskravet därför ställas högt. Å andra sidan måste beaktas att syftet med sanktionsavgiften är att bevaka allmänna intressen varför beviskravet inte ska ställas lika högt som för en fällande dom i ett brottmål (jfr RÅ 2006 ref. 7 och RÅ 1994 ref. 88).

Deltagandekraven

Artikel 21-översynen

Nasdaq Clearing för fram bl.a. följande. Legalitetsprincipens krav innebär att gränsen för det sanktionerade området ska framstå som tydlig

vid ett studium av regelns ordalydelse. Detta innebär att det redan vid en förhållandevis ytlig granskning bör stå klart om en överträdelse förekommit eller inte. Framstår det som tveksamt, befinner man sig utanför det sanktionerade området. Det är mot denna bakgrund som Finansinspektionens s.k. artikel 21-undersökning ska ses. Inom ramen för artikel 21-undersökningen gick Finansinspektionen igenom bolagets deltagandekrav 2018 – innan inspektionen inledde de nu aktuella undersökningarna – och fann då att bolaget inte begått någon överträdelse av Emir. Undersökningen avsåg alltså samma frågor som behandlats i det överklagade beslutet och Finansinspektionen fick huvudsakligen samma underlag som sedermera lämnades i de undersökningar som låg till grund för det överklagade beslutet. Bolaget har fått besked av innebörd att deltagandekraven var godtagbara och ett sådant besked måste bolaget kunna förlita sig på. Detta besked har lämnats tre gånger vid olika tillfällen, år 2014, 2015 och 2018. Det är inte en fråga om rättskraft, utan fråga om förutsebarhet och legalitet. Hänsyn ska tas till de berättigade förväntningar som Finansinspektionens agerande skapat hos bolaget.

Finansinspektionen för fram bl.a. följande. Några slutliga ställnings-taganden i fråga om den centrala motpartens efterlevnad av Emir görs inte inom ramen för den s.k. artikel 21-översynen. Det har inte lämnats något besked om att deltagandekraven var godtagbara. Nasdaq Clearing kände därutöver till att en separat granskning av deltagandekraven redan hade inletts när artikel 21-översynen avseende år 2018 publicerades den 8 oktober samma år. Obeståndshanteringen och artikel 21-översynen överlappade varandra. Det går därför inte att dra slutsatsen att obeståndshändelsen skulle ha medfört att inspektionen ändrade uppfattning om deltagandekraven som Nasdaq Clearing gör gällande. Eftersom Nasdaq Clearing när rapporten publicerades var aktivt involverat i inspektionens undersökning kan rapporten inte heller ha gett intryck av att inspektionen accepterat deltagandekraven.

Kammarrätten gör följande bedömning.

Av artikel 21 i Emir framgår bl.a. att tillsynsmyndigheter ska göra en översyn och utvärdering minst en gång per år och se över de system, strategier, processer och mekanismer som de centrala motparterna har inrättat för att följa Emir samt utvärdera de risker som dessa centrala motparter kan vara exponerade emot.

Finansinspektionens översyn och utvärdering enligt artikel 21 i Emir av Nasdaq Clearing år 2018 utmynnade i en rapport daterad den 8 oktober 2018. I rapporten anges att översynen och utvärderingen bl.a. har omfattat deltagandekraven i artikel 37 i Emir. Finansinspektionens samlade bedömning i rapporten är att Nasdaq Clearing i huvudsak fortsätter att följa Emir. När Finansinspektionen identifierar risker i rapporten omnämns bl.a. obeståndshändelsen den 11 september 2018 och risker relaterade till den händelsen i form av deltagandekrav. Det anges i rapporten att Finansinspektionen genomför en djupgående analys av den händelsen. Finansinspektionen hade vid denna tidpunkt inte tagit något slutligt ställningstagande eller beslut i fråga om deltagandekraven i artikel 37 i Emir. Enligt Finansinspektionen gjordes det inte någon ingående granskning av deltagandekravet i översynsärendet. Mot denna bakgrund, samt med beaktande av att det är Finansinspektionen som bestämmer hur ingående översynen och utvärderingen ska vara, anser kammarrätten att 2018-års översyn och utvärdering inte utgör något hinder för Finansinspektionen att fatta det nu överklagade beslutet.

Krav på tillräckliga ekonomiska medel enligt artikel 37.1 i Emir

Nasdaq Clearing för fram bl.a. följande. Av artikel 37 i Emir går det inte att utläsa ett krav på att medlemmarnas ekonomiska förmåga måste vara individuellt utformade. Av bestämmelsens ordalydelse framgår att den centrala motparten ska fastställa kategorier av medlemmar och tillträdeskrav

för dessa (bl.a. krav på tillräckliga ekonomiska medel). Bolaget anser att den naturliga tolkningen av artikeln är att den ställer krav på kategori-baserade tillträdeskrav. Även om bestämmelsen inte ska tolkas på det sättet är det inte tillräckligt för att läggas till grund för en sanktion. För att en sanktion ska komma i fråga måste bolagets tolkning vara utesluten. Det är innebörden av legalitetsprincipen. Det ligger inte alls i sakens natur att krav på tillräckliga ekonomiska medel måste vara individualiserade. Om de krav som ställs för respektive kategori är väl tilltagna kan de mycket väl anses tillräckliga för alla medlemmar inom kategorin.

Det finns inget stöd i princip 18 i PFMI-principerna för att kraven på ekonomiska medel ska vara individuella. Det som framgår av principen är att kraven ska vara riskbaserade vilket bolagets krav har varit. Det finns ett flertal andra europeiska clearingorganisationer som uppfattat kravet på samma sätt som bolaget och som har haft kategoribaserade krav på ekonomiska medel. Bolagets kapitalkrav har varit riskbaserade i enlighet med princip 18 i PFMI-principerna eftersom de utgår från att medlemmarna i de olika kategorierna medfört olika riskexponeringar för den centrala motparten. Bolaget har kompletterat kraven med andra riskbegränsande åtgärder i syfte att säkerställa att medlemmarna hade tillräckliga ekonomiska medel. Bl.a. utförde bolaget kreditvärderingar av medlemmarna inom ramen för den centrala motpartens då gällande kreditvärderingsmodeller. De kapitalkrav som tillämpades vid tidpunkten för obeståndshändelsen säkerställde att medlemmarna hade tillräckliga ekonomiska medel enligt artikel 37.1 i Emir.

Finansinspektionen för fram bl.a. följande. Enligt artikel 37.1 i Emir ska en central motpart fastställa kategorier av godtagbara clearingmedlemmar och tillträdeskrav/deltagandekrav. Deltagandekraven ska säkerställa att clearingmedlemmarna har tillräckliga ekonomiska medel för att fullgöra de skyldigheter som följer av deltagandet hos den centrala motparten. Det innebär att deltagandekraven ska vara anpassade till den verksamhet som

bedrivs hos den centrala motparten. Nasdaq Clearing ställer i sitt överklagande den retoriska frågan om artikel 37.1 i Emir uppställer krav på individuellt utformade krav på tillräckliga ekonomiska medel eller om det är tillräckligt med kategoribaserade krav. Bolaget menar att det skulle finnas en otydlighet om vilka krav artikeln ställer på den centrala motparten. Frågan saknar emellertid relevans i målet eftersom varken Finansinspektionen eller förvaltningsrätten har påstått att deltagandekraven måste vara individuellt utformade, de ska dock säkerställa att det görs en individuell prövning som visar att clearingmedlemmarna har tillräckliga ekonomiska medel. Kraven måste alltså vara baserade på kriterier som gör att hänsyn tas till den risk som den enskilde medlemmen utgör.

Nasdaq Clearings kategoriindelning bygger på en generell riskbedömning av olika riskkategorier. De uppställda kriterierna har därmed inte möjliggjort en individuell bedömning av behovet av ekonomiska medel hos de enskilda medlemmarna. Det innebär att deltagandekraven inte har varit utformade på ett sådant sätt att de säkerställer att clearingmedlemmarna har tillräckliga ekonomiska medel för att fullgöra skyldigheterna som följer av deltagande i en central motpart. Att enbart ha högt ställda kapitalkrav är inte tillräckligt för att få till stånd den nyanserade prövning som krävs för att kunna säkerställa att den enskilde medlemmen har tillräckliga ekonomiska medel för att fullgöra de skyldigheter som följer av deltagandet i en central motpart.

Kammarrätten gör följande bedömning.

Enligt artikel 37.1 i Emir, som handlar om deltagandekrav, ska en central motpart fastställa kategorier av godtagbara clearingmedlemmar och tillträdeskrav. Sådana kriterier ska bl.a. säkerställa att clearingmedlemmarna har tillräckliga ekonomiska medel för att fullgöra skyldigheterna som följer av deltagande i en central motpart. Kriterierna ska vidare vara icke-

diskriminerande, transparenta och objektiva så att ett rättvist och öppet tillträde till den centrala motparten säkerställs.

Det följer av ordalydelsen i artikel 37.1 i Emir att den centrala motparten har att fastställa både kategorier av och kriterier för de potentiella medlemmarna. Eftersom kriterierna ska vara transparenta måste de tydligt framgå någonstans, t.ex. i ett rutindokument. Ett av syftena med uppställandet av deltagandekrav är att de ska säkerställa att clearing-medlemmarna kan fullfölja de skyldigheter som följer av deltagande i en central motpart. I detta ligger att det måste kunna säkerställas att en medlem har tillräckliga ekonomiska medel. Om inte kravet på ekonomiska medel skulle ställas i relation till den risk som den enskilde medlemmen utsätter den centrala motparten för, genom sina exponeringar, skulle kravet inte uppfylla någon funktion i praktiken. Därför måste de krav som ställs möjliggöra en individuell bedömning av behovet av ekonomiska medel hos en potentiell clearingmedlem. Detta resonemang vinner även stöd av princip 18 i PFMI-principerna. Enligt principen, som utgör en generell rekommendation om hur Emir ska tillämpas, ska en central motpart bl.a. ha ett särpräglat och riskbaserat förhållningssätt gentemot sina clearing-medlemmar. Hur andra centrala motparter i Europa tolkar artikel 37.1 i Emir ändrar inte kammarrättens bedömning. Nästa fråga att ta ställning till är om Nasdaq Clearings deltagandekrav uppfyller detta.

Av Nasdaq Clearings clearingregler, som gällde vid tidpunkten för Finansinspektionens undersökning, framgår att medlemmarna var tvungna att förfoga över ekonomiska medel som motsvarade den verksamhet som de avsåg att bedriva på den aktuella marknaden samt att medlemmens ekonomiska medel i varje fall inte fick understiga ett visst kapitalkrav. Kapitalkravet var beroende av vilken medlemskategori medlemmen tillhörde på respektive marknad (råvarumarknaden eller de finansiella marknaderna). Nasdaq Clearing tillämpade tre medlemskategorier per

marknad. De tre medlemskategorierna kompletterades med andra risk-begränsningsmetoder, bl.a. en kreditvärdering av medlemmarna. Kreditvärderingen resulterade i att varje medlem åsattes interna kreditriskpoäng vilka sedan låg till grund för en bedömning av vilka medlemmar som skulle bevakas närmare i den löpande verksamheten. Bedömningen av kreditvärderingen grundades på den sökandes årsredovisning och eventuella kvartalsrapporter.

Enligt kammarrätten säkerställer inte Nasdaq Clearings krav på clearingmedlemmarna att en enskild medlem har tillräckliga ekonomiska medel för att fullgöra de skyldigheter som följer av deltagandet i den centrala motparten. Kraven på clearingmedlemmarna har i praktiken endast varit ett minimikapitalkrav beroende på vilken medlemskategori den potentiella clearingmedlemmen skulle tillhöra. Nasdaq Clearing har som ovan nämnts ställt krav i clearingreglerna på förfogande över ekonomiska medel som motsvarar den verksamhet clearingmedlemmarna avsåg att bedriva på den aktuella marknaden. Det framgår dock inte av utredningen i målet hur det kravet i praktiken har fått genomslag eftersom deltagandekraven inte har ställts i relation till vilka exponeringar den potentiella medlemmen har tillåtit ha, utan i praktiken har det varit fråga om ett generellt minimikapitalkrav. Att enbart ställa ett högt minimikapitalkrav är inte heller tillräckligt för att säkerställa att en enskild medlem har tillräckliga ekonomiska medel för att fullgöra de skyldigheter som följer av deltagandet i den centrala motparten. Det krävs i stället en mer individuell bedömning av behovet av ekonomiska medel hos en potentiell clearingmedlem.

Nasdaq Clearings kreditvärdering av medlemmarna säkerställde, varken enskilt eller tillsammans med de ovan beskrivna kraven, inte heller att den potentiella medlemmen hade tillräckliga ekonomiska medel för att fullgöra de skyldigheter som följer av deltagandet i den centrala motparten. Analysen i kreditvärderingen omfattar inte någon bedömning av vad som utgjorde tillräckliga ekonomiska medel för att medlemmen skulle fullgöra

sina skyldigheter i förhållande till de exponeringar som medlemmen tilläts ha.

Sammanfattningsvis anser kammarrätten att de deltagandekrav som Nasdaq Clearing tillämpade vid tidpunkten för Finansinspektionens undersökning inte säkerställde att medlemmarna hade tillräckliga ekonomiska medel. Nasdaq Clearing har därmed överträtt artikel 37.1 i Emir.

Krav på regler och rutiner som är tillräckligt effektiva för att säkerställa att deltagandekraven på operativ förmåga följs enligt artikel 26.2 i Emir

Nasdaq Clearing för fram bl.a. följande. Det stämmer inte att clearing-reglerna inte innehöll några närmare preciseringar av vad kravet på operativ förmåga inneburit. Inte heller stämmer det att det helt saknades interna instruktioner för hur kraven skulle tillämpas, som Finansinspektionen påstått. Kraven kan inte heller anses vara oprecisa, som förvaltningsrätten kommit fram till. Även om bolaget vidhåller att artikel 26.2 i Emir inte kan ges den extensiva innebörd som Finansinspektionen och förvaltningsrätten synes ha tillskrivit den, varmed närmast ett strikt ansvar åläggs den centrala motparten att i efterhand kunna dokumentera hur varje enskild bestämmelse i Emir har brutits ned i interna regler och rutiner inom bolagets verksamhet, anser bolaget att tillräckligt effektiva regler och rutiner i denna del har funnits.

Den operativa förmågan hos medlemmarna som bolagets krav ska säkerställa är att medlemmarna ska kunna ställa säkerheter för sina positioner (föra över pengar eller värdepapper till ett bankkonto) i rätt tid, vara tillgängliga för löpande kontakt med clearinghuset och fullgöra vissa andra förpliktelser. Det övergripande kravet som ställdes i clearingreglerna bestod av flera delmoment och dessa syftade till att säkerställa att en medlem rent praktiskt kunde utföra de uppgifter som följde av deltagandet i clearingen. Rent konkret handlade det om att medlemmen inte bara ekonomiskt utan

också rent praktiskt skulle kunna (i) fullgöra sina leverans- och betalnings-skyldigheter till motparterna i de kontrakt som medlemmen ingår, (ii) tillhandahålla marginalsäkerheter till den centrala motparten för att täcka exponeringarna i kontrakten och (iii) bidra till obeståndsfonden när så krävdes – och allt detta i tid, dvs. skyndsamt, och utan tekniskt strul. Det fanns också preciseringar av delmomenten i kravet på operativ förmåga i clearingreglerna. De olika kraven på operativ förmåga bröts ytterligare ned i checklistor som bolaget följde när någon ansökte om medlemskap.

Finansinspektionen för fram bl.a. följande. De operativa deltagandekrav som Nasdaq Clearing har ställt har varit så allmänt hållna att de i det närmaste har varit innehållslösa. Nasdaq Clearing har hänvisat till att en clearingmedlem enligt reglerna ska ha ett clearingkonto registrerat hos bolaget och kunna ställa marginalsäkerheter samt att vissa enheter hos Nasdaq Clearing tillämpade checklistor för att se att medlemmen följde vad som följer av exempelvis clearingreglerna. Kravet på att ställa marginalsäkerheter följer direkt av Emir. Vad Nasdaq Clearing i övrigt hänvisat till innebär inte att de haft regler och rutiner som har varit tillräckligt effektiva för att säkerställa att deltagandekravet på operativ förmåga uppfyller kraven i Emir.

Kammarrätten gör följande bedömning.

Av artikel 26.2 i Emir framgår bl.a. att en central motpart ska införa regler och rutiner som är tillräckligt effektiva för att säkerställa att Emir följs. Av artikel 37.1 i Emir framgår bl.a. att den centrala motparten ska fastställa kriterier som ska säkerställa att clearingmedlemmarna har operativ förmåga att fullgöra de skyldigheter som följer av deltagande i en central motpart. Lästa tillsammans följer det av artiklarna att den centrala motparten ska införa regler och rutiner som är tillräckligt effektiva för att säkerställa att clearingmedlemmarna har operativ förmåga. Det åligger inte den centrala motparten att bryta ner varje enskild bestämmelse i Emir i interna regler och

rutiner. Deltagandekraven är dock av central betydelse. De regler och rutiner som upprättas måste säkerställa att bestämmelserna i Emir följs.

De övergripande krav, som Nasdaq Clearing ställt i fråga om operativ förmåga i clearingreglerna, är bl.a. att clearingmedlemmar ska ha en lämplig organisation, tillräcklig kompetensnivå, nödvändiga rutiner för riskhantering, lämpliga tekniska system samt att medlemmen även i övrigt är att anse som lämplig att delta i clearingverksamheten. De övergripande kraven på operativ förmåga är enligt kammarrätten en bra utgångspunkt. För att kraven ska anses vara tillräckligt effektiva och därmed vara tillämplbara vid t.ex. prövning av en potentiell clearingmedlem krävs dock att det utvecklas vad som menas med kraven, dvs. att kraven preciseras ytterligare i Nasdaq Clearings regler och rutiner. Detta för att kunna ta ställning till om den potentiella clearingmedlemmen uppfyller kraven på operativ förmåga eller inte.

Nasdaq Clearing har hänvisat till bl.a. sju olika avsnitt i clearingreglerna som ska förtydliga de övergripande kraven på operativ förmåga. De avsnitten handlar om krav på administratör, kontaktperson, back office-avdelning, clearingkonto, s.k. cash-settlement arrangements, leveransskyldigheter ("delivery arrangements"), ställande av säkerheter ("collateral arrangements") samt tekniska krav. Vad gäller de krav som knyter an till ställande av marginalsäkerheter så framgår det direkt av artikel 41 i Emir att sådana ska ställas. Vad gäller krav på att ha en administratör och en kontaktperson så är detta inte en relevant precisering av kravet på lämplig organisation. Kravet på clearingkonto hos Nasdaq Clearing knyter också an till kravet på marginalsäkerheter och är mer ett praktiskt krav för att kunna ställa marginalsäkerheter. Kammarrätten bedömer sammanfattningsvis att de avsnitt Nasdaq Clearing hänvisat till varken enskilt eller sammantaget är tillräckligt preciserade. Bedömningen av respektive delmoment i de övergripande kraven har inte i tillräcklig utsträckning konkretiserats i Nasdaq Clearings regler och rutiner.

I ansökningsformuläret för clearingmedlemmar anges vilken information och dokumentation som Nasdaq Clearing begärde in vid en ansökan om deltagande. Formuläret innehåller inte någon närmare förklaring eller precisering av de övergripande kraven. I checklistorna, som är interna arbetsdokument för Nasdaq Clearings medarbetare, anges inte heller någon närmare förklaring av de övergripande kraven.

Sammanfattningsvis anser kammarrätten att de regler och rutiner som Nasdaq Clearing tillämpade vid tidpunkten för Finansinspektionens undersökning inte var tillräckligt effektiva för att säkerställa deltagandekraven på operativ förmåga. Nasdaq Clearing har därmed överträtt artikel 26.2 i Emir.

Krav på transparens enligt artikel 37.1 i Emir

Nasdaq Clearing för fram bl.a. följande. Det framgår varken av Emir eller någon annan författning vad kravet på transparens i artikel 37.1 i Emir närmare innebär. Inte heller finns någon domstolspraxis i frågan, förarbeten eller vägledning från ESMA⁴. Finansinspektionen har inte heller åberopat något stöd för den tolkning som inspektionen gör av transparenskravet. Att, mot bakgrund av den mycket allmänt hållna författningsregleringen, ålägga en sanktion bör därför bara komma i fråga i uppenbara fall.

De tillträdeskrav som avsåg operativ förmåga, och som gällde vid tidpunkten för obeståndshändelsen i september 2018, var transparenta. Clearingreglerna var och är offentligt tillgängliga på bolagets hemsida. Till detta kommer att tillträdeskraven hade samlats och översatts i konkreta frågor i ansökningsformuläret för medlemskap, som också har funnits offentligt tillgängligt på bolagets hemsida. Hur den lämnade informationen i

⁴ The European Securities and Markets Authority, Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten.

formuläret skulle komma att bedömas av bolaget klargjordes för den presumtiva medlemmen och marknaden i en checklista till ansökan.

När det gäller frågan om fysiska personers medlemskap så finns det inga regler som förbjuder fysiska personer från att vara medlemmar i ett clearinghus. Det som underinstanserna synes mena är att det av kravet på transparens i artikel 37.1 i Emir skulle följa en sanktionerad skyldighet att särskilt ange att clearinghuset kan komma att göra någonting som är fullt tillåtet enligt regelverket. Det är i sig en tolkning som går långt utöver de rāmärken som legalitetsprincipen drar upp. Bolaget har angett i reglerna att fysiska personer kan komma att beviljas medlemskap. Av definitionen av begreppet "entity" i clearingreglerna för råvarumarknaden följer att "entity" kan avse såväl fysiska som juridiska personer. Därtill kommer att det tydligt angavs på hemsidan att bolaget hade en fysisk person som medlem och det var dessutom välkänt på marknaden.

Finansinspektionen för fram bl.a. följande. Bolagets krav på operativ förmåga har varit vaga och alltför allmänt hållna. Kraven har inte varit transparenta. Det har inte varit tydligt för marknaden och allmänheten i övrigt vilka konkreta krav som gäller för att bli medlem. Det har inte heller tydligt framgått av tillträdeskraven att fysiska personer kan accepteras som medlemmar eller vilka krav som i så fall ställs på den personen.

Kammarrätten gör följande bedömning.

Av artikel 37.1 i Emir framgår bl.a. att kriterierna för deltagande ska vara transparenta så att ett rättvist och öppet tillträde till den centrala motparten säkerställs. Kriterierna ska säkerställa bl.a. att clearingmedlemmarna har operativ förmåga. Det ska alltså vara tydligt vilka deltagandekrav som gäller för bl.a. den operativa förmågan.

Av de skäl som redogjorts för under föregående rubrik gör kammarrätten bedömningen att Nasdaq Clearings krav på operativ förmåga varit vaga och

alltför allmänt hållna för att kunna leva upp till kravet på transparens enligt artikel 37.1 i Emir.

Kammarrätten delar även underinstansernas bedömning att kravet på transparens i artikel 37.1 i Emir innebär att om en central motpart accepterar fysiska personer som clearingmedlemmar måste detta uttryckligen framgå av deltagandekraven eftersom en fysisk medlem innebär en förhöjd risk för den centrala motparten. Nästa fråga att ta ställning till är om detta framgår av Nasdaq Clearings deltagandekrav.

Det avsnitt i clearingreglerna som Nasdaq Clearing hänvisar till är en definition av vad som menas med en person eller en enhet ("a person or entity"). Där anges bl.a. att en person eller en enhet kan vara en fysisk person ("natural person"). Under beskrivningen av de olika medlemskategorierna, där det bl.a. redogörs för vad som är en Clearing Member på råvarumarknaden, är det inte tydligt angivet om även fysiska personer accepteras som medlemmar i den aktuella medlemskategorin.

Kammarrätten delar därför underinstansernas bedömning att det endast indirekt framgick av clearingreglerna att fysiska personer kunde vara medlemmar och att detta inte är tillräckligt för att uppfylla kravet på att deltagandekraven ska vara transparenta. Att det framgick av Nasdaq Clearings hemsida eller att det var välkänt på marknaden att även fysiska personer accepterades som clearingmedlemmar ändrar inte kammarrättens bedömning.

Sammanfattningsvis anser kammarrätten att Nasdaq Clearing inte har uppfyllt kravet enligt artikel 37.1 i Emir på att deltagandekraven ska vara transparenta.

Kravet på löpande övervakning enligt artikel 37.2 i Emir

Nasdaq Clearing för fram bl.a. följande. Reglerna i Emir om löpande övervakning är allmänt hållna och någon sanktion bör därför inte komma i fråga annat än vid uppenbara tillkortakommanden, t.ex. då löpande övervakning helt saknats. Det är samma krav som ställs vid antagning av en ny medlem som när medlemmen deltar i clearingen. Däremot skiljer sig sättet att kontrollera kraven. Vid antagning är det fråga om en medlem som inte är känd av bolaget och kontrollen blir mer formell och ingående. När medlemmen väl börjat delta i clearingen kan bolaget emellertid genom att följa medlemmen i allt medlemmen gör, bedöma om medlemmen fortfarande uppfyller kraven för deltagande i clearingen. Enligt bolagets mening görs detta bäst genom att övervaka hur medlemmen rent faktiskt fullgör de skyldigheter som följer av deltagandet i den centrala motparten och, vid behov, följa upp eventuella problem med medlemmen. Detta gäller såväl de ekonomiska kraven som de operativa kraven. Ifall clearingmedlemmen är ett börsnoterat företag kan Nasdaq Clearing under året även titta på kvartalsrapporter. Förvaltningsrätten påstår emellertid att någon löpande kontroll av de operativa kraven – tydligen till skillnad från de ekonomiska – inte har skett. Det är oriktigt. Bolaget följer medlemmarna på daglig basis från morgon till kväll och granskar om de rent faktiskt klarat av att fullgöra daglig avveckling av sina kontrakt, ställa marginalsäkerheter till bolaget samt lämna kvartalsvisa (numera månadsvisa) bidrag till obeståndsfonden. Bolaget prövar alltså precis de funktioner som deltagandekraven syftar till att säkerställa. Bolaget har följt PFMI-principerna och gjort allt som anges där med undantag för möjligheten att reducera en medlems kreditgräns.

Finansinspektionen för fram bl.a. följande. Bolaget ska löpande se till att medlemmarna fortfarande klarar ”inträdeskravet” som clearingmedlem, och inte endast agera reaktivt när det uppstår problem med en clearingmedlem. De åtgärder som bolaget har angett att bolaget vidtar är t.ex. att det ser till

att clearingmedlemmar ställer marginalsäkerheter och att betalningar har fullgjorts. Dessa åtgärder utgör inte kontroller av att deltagandekravet efterlevs, utan kontroller som är nödvändiga för att den dagliga verksamheten ska kunna fungera. Åtgärderna inverkar därför inte på bedömningen att bolaget har brustit i sin löpande kontroll av clearingmedlemmarna.

Kammarrätten gör följande bedömning.

Av artikel 37.2 i Emir framgår bl.a. att en central motpart löpande ska se till att kraven enligt artikel 37.1 i Emir efterlevs. Syftet med den löpande kontrollen är att se om clearingmedlemmarna alltjämt uppfyller kraven på tillräckliga ekonomiska medel och operativ förmåga, dvs. att medlemmarna löpande ska kunna fullgöra skyldigheterna som följer av deltagande i en central motpart.

För att den löpande kontrollen ska vara effektiv och uppnå sitt syfte måste den enligt kammarrätten säkerställa att den centrala motparten i förväg kan identifiera de risker som kan finnas hos clearingmedlemmarna och som kan göra att medlemmarna inte kan fullgöra sina skyldigheter. Detta för att den centrala motparten ska ha möjlighet att hantera och eliminera riskerna.

Vad gäller kravet på tillräckliga ekonomiska medel så har Nasdaq Clearing beskrivit hur de dagligen har övervakat sina medlemmar och hur det har gått till. Bolaget har bl.a. granskat om medlemmarna klarat av att fullgöra daglig avveckling av sina kontrakt, ställa marginalsäkerheter samt lämna bidrag till obeståndsfonden. Kammarrätten delar Finansinspektionens bedömning att de åtgärder som Nasdaq Clearing beskrivit är en kontroll för att den dagliga verksamheten ska fungera. Åtgärderna är inte någon kontroll av om kravet på tillräckliga ekonomiska medel efterlevs. Nasdaq Clearing har fört fram att de inom ramen för den löpande kontrollen även tittade på om medlemmens kapital var nära gränsen för det kapitalkrav som gällde för respektive medlems deltagande i clearing. Av rutindokumentet framgår

dock att detta gjordes på årsbasis, inte löpande. Att Nasdaq Clearing tittat på kvartalsrapporter för börsnoterade clearingmedlemmar kan inte anses tillräckligt för att kunna avgöra om medlemmen löpande uppfyller kravet på tillräckliga ekonomiska medel. Enligt kammarrätten är de av Nasdaq Clearing beskrivna kontrollerna inte tillräckliga för att kunna avgöra om clearingmedlemmen löpande uppfyller kravet på tillräckliga ekonomiska medel.

Vad gäller kravet på operativ förmåga framgår det inte av utredningen i målet hur dessa krav löpande har kontrollerats. Nasdaq Clearing har fört fram att deras kontroll i denna del bl.a. bestått av om det fanns något frågetecken när det kom till riskhanteringsrutiner eller om det skulle ske en omorganisation hos clearingmedlemmen. Enligt kammarrätten är den kontrollen inte tillräcklig för att kunna avgöra om clearingmedlemmen löpande uppfyller de operativa kraven. I kammarrätten har Nasdaq Clearing därutöver fört fram att de gjorde en daglig kontroll av att medlemmarna (i) fullgjorde sina leverans- och betalningsskyldigheter, (ii) löpande tillhanda-höll marginalsäkerheter och (iii) bidrog fullt ut till obeståndsfonden inom utsatt tid. Bolaget gjorde även en analys av orsaken till operativa problem hos medlemmarna. Enligt kammarrätten är de av Nasdaq Clearing beskrivna åtgärderna inte någon kontroll av att de krav som bolaget har ställt på operativ förmåga efterlevs utan en kontroll som syftar till att den dagliga verksamheten ska fungera.

Sammanfattningsvis anser kammarrätten att Nasdaq Clearing inte har uppfyllt kravet enligt artikel 37.2 i Emir på löpande övervakning.

Kravet på årlig övervakning enligt artikel 37.2 i Emir

Nasdaq Clearing för fram bl.a. följande. Bolaget har medgett att de, före december 2018 då nya rutiner infördes, inte levde upp till kravet på en årlig genomgång av hur medlemmarna uppfyller de operativa kraven. När det

gäller kravet på en årlig genomgång av medlemmarnas efterlevnad av de ekonomiska kraven har bolaget medgett att övervakningen av medlemsföretagens ekonomi hade kunnat vara bättre. Den övervakning som nu sker är mera ingående. Frågan är emellertid om den årliga kontroll som Nasdaq Clearing tidigare genomförde var tillräcklig för att säkerställa att medlemmarna levde upp till kravet på tillräckliga ekonomiska medel, dvs. i grund och botten vissa kapitalkrav.

Artikel 37.2 i Emir är allmänt hållen. Det anges inte på vilket sätt den omfattande genomgången ska ske. Det är kvalificeringen i artikel 37.2 i Emir av kontrollen som ”omfattande” som förvaltningsrätten lagt till grund för sitt ställningstagande. Detta är någonting annat än den kritik som Finansinspektionen i sanktionsbeslutet riktade mot bolaget. Den kritiken gick ut på att inspektionen ansåg att kontrollen av årsredovisningar inte var tillräcklig, eftersom den inte grundade sig på aktuella uppgifter.

Det som ska säkerställas genom den årliga genomgången är att medlemmarna – vid någon tidpunkt – uppfyller kraven i artikel 37 i Emir på tillräckliga ekonomiska medel. De krav som bolaget därvid ställt är krav på visst aktiekapital. Genom granskning av en årsredovisning får man en fullständig bild av aktiekapitalet och medlemskravet kan därför kontrolleras. Bolaget har även utöver kontrollen av årsredovisningarna bl.a. gjort en kreditriskbedömning och en kontroll av om medlemmens aktier noterats på en handelsplats under året.

Förvaltningsrätten har missuppfattat vad den årliga kontrollen går ut på. Bolaget har inte bara kontrollerat om minimikapitalkraven varit uppfyllda utan även tittat på clearingmedlemmarnas finansiella nyckeltal.

Finansinspektionen för fram bl.a. följande. Artikel 37.2 i Emir ställer upp ett förordningsstadgat krav som ska ge en bild av clearingmedlemmens förmåga att uppfylla deltagandekraven vid tidpunkten för kontrollen. Vad

gäller genomgången av medlemmarnas ekonomiska förmåga har underinstanserna funnit att det för att uppfylla kravet i artikeln inte är tillräckligt att uteslutande basera genomgången på medlemmarnas årsredovisningar. Det står klart att bestämmelsen, oavsett vilket av begreppen fullständig eller omfattande som används, innebär att den centrala motparten även ska göra en djupare årlig kontroll av att medlemmarna uppfyller kraven. Nasdaq Clearings kreditriskbedömning är även den baserad på årsredovisningen. En kontroll om en clearingmedlems aktier har noterats under det gångna året utgör inte en kontroll om medlemmen alltjämt lever upp till deltagandekraven.

Kammarrätten gör följande bedömning.

Av artikel 37.2 i Emir framgår bl.a. att en central motpart minst årligen ska göra en omfattande genomgång av om dess clearingmedlemmar följer denna artikel. Det anges inte i artikeln hur genomgången ska genomföras. Det är dock enligt kammarrättens mening klart att den ska vara omfattande, att den ska ske årligen och att det som ska gås igenom är om clearingmedlemmarna har tillräckliga ekonomiska medel och operativ förmåga för att fullgöra de skyldigheter som följer av deltagande i en central motpart.

I målet är parterna överens om att Nasdaq Clearing, före december 2018 då nya rutiner infördes, inte levde upp till kravet på en årlig genomgång av hur medlemmarna uppfyller de operativa kraven. Vad gäller frågan om årlig genomgång av medlemmarnas efterlevnad av de ekonomiska kraven har Nasdaq Clearing fört fram att granskningen av en clearingmedlems årsredovisning ger en tillförlitlig bild av medlemmens finansiella ställning eftersom årsredovisningen granskats av en oberoende revisor. Den årliga kontrollen gjordes regelmässigt i anslutning till att respektive medlem publicerade sin årsredovisning. Kammarrätten delar Finansinspektionens bedömning, att för att kunna göra en fullgod genomgång av clearingmedlemmarnas ekonomiska medel, krävs att kontrollen baseras på aktuella

siffror. Att bara utgå från uppgifter från medlemmens årsredovisning kan inte anses vara tillräckligt för att kravet, på årlig genomgång av medlemmarnas efterlevnad av de ekonomiska kraven, ska anses uppfyllt. Eftersom kreditriskbedömningen även baseras på clearingmedlemmens årsredovisning anser kammarrätten att den bedömningen inte heller är tillräcklig för att kunna avgöra om clearingmedlemmen årligen uppfyllde de ekonomiska kraven. Även de finansiella nyckeltalen, som Nasdaq Clearing beaktar vid åsättandet av kreditrispoäng, utgår från clearingmedlemmens årsredovisning. Kammarrätten delar Finansinspektionens bedömning att en kontroll om en clearingmedlems aktier har noterats eller avnoterats under det gångna året inte utgör en kontroll om medlemmen alltjämt lever upp till deltagandekraven.

Sammanfattningsvis anser kammarrätten att Nasdaq Clearing inte har uppfyllt kravet enligt artikel 37.2 i Emir på att minst årligen göra en tillräckligt omfattande genomgång.

Obeståndshanteringen

Investeringsriktlinjerna i artikel 47 i Emir

Nasdaq Clearing för fram bl.a. följande. Av artikel 47.1 i Emir framgår att en central motpart endast ska investera sina finansiella medel i kontanter eller mycket likvida finansiella instrument med minimala marknads- och kreditrisker. Ordet ”sina” i artikel 47.1 i Emir har en entydig innebörd. För att regeln ska vara tillämplig krävs att bolagets egna medel har investerats. Av undantaget i p. 2 i Bilaga II till RTS 153/2013⁵ framgår vidare att den centrala motparten får ingå derivatkontrakt som ett led i säkring av en portfölj hos en medlem på obestånd,

⁵ Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 153/2013 av den 19 december 2012 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 med avseende på tekniska tillsynsstandarder för krav på centrala motparter.

men att en sådan användning är förenad med vissa villkor. Bestämmelsen är endast tillämplig när den centrala motparten själv ingår derivatkontrakt inom ramen för en obeståndshantering. Det kan bli aktuellt t.ex. när den centrala motparten säkrar en obeståndsportfölj utanför sin clearade marknad och det inte går att ingå säkringskontrakt i obeståndsmedlemmens namn. Det kontrakt som säkras har då obeståndsmedlemmen som part medan det kontrakt som säkrar det har den centrala motparten som part. I en sådan situation kan den centrala motparten exponera sig själv mot risk och det behövs därför en sådan regel om avyttring som följer av bestämmelsen i p. 2 i Bilaga II till RTS 153/2013.

Bolaget vidhåller att artikel 47.1 i Emir inte är tillämplig på de åtgärder som vidtogs inom ramen för bolagets obeståndshantering. De derivatkontrakt som ingicks inom ramen för obeståndshanteringen ingicks mellan obeståndsmedlemmen och det bolag som hade vunnit auktionen. Nasdaq Clearing har inte självt ingått något derivatkontrakt eller på något sätt använt sina egna finansiella medel. Bolaget varken innehade eller ansvarade för kontrakten. Förvaltningsrättens tolkning av bestämmelsen i artikel 47.1 i Emir, som fokuserar på frågan om vem som hade rådighet över det konto på vilket derivatkontrakten registrerades, innebär att även säkringstransaktioner som bolaget ingår för en annan parts räkning omfattas av bestämmelsen. En sådan tolkning och tillämpning går helt emot ordalydelsen och är ett tydligt brott mot legalitetsprincipen.

Först om artikel 47.1 i Emir är tillämplig blir det aktuellt att ta ställning till om det fanns en risk i obeståndsmedlemmens portfölj efter det att bolaget säkrat den genom ett auktionsförfarande och vissa uppföljande transaktioner. Frågan är relevant för bedömningen av vilken påföljd som är lämplig för det fall en överträdelse av investeringsförbudet har skett.

Finansinspektionen har bevisbördan för sitt påstående att det fanns en risk i den kvarvarande portföljen men har inte åberopat någon utredning i

denna del. Mot detta påstående har bolaget åberopat såväl muntlig som skriftlig bevisning. Bolaget vidhåller att det inte fanns någon risk i den kvarvarande portföljen. Det som förvaltningsrätten har fört fram – om att det till skillnad från tidpunkten då kontrakten skulle löpa ut inte har framkommit att risken varit helt neutraliserad även under kontraktens löptid – saknar betydelse för bedömningen av risken i den kvarvarande portföljen så länge kontrakten hålls samman. För att det ska uppstå en mycket liten risk i portföljen till följd av mycket små skillnader i marknadspris mellan kontrakt med olika villkor, t.ex. forward- och futureskontrakt, skulle det krävas att man började handla med individuella kontrakt, dvs. det skulle krävas en aktiv åtgärd för att splittra portföljen och utsätta innehavaren för risk. Så länge kontrakten hålls samlade är de riskfria, såväl under den tid man håller dem som när de förfaller. Marknadspriserna spelar då inte någon roll.

Överlåtelsen av den kvarvarande portföljen innebar inte att någon risk uppstod eftersom kontrakten överläts samlade. Såväl Oliver Wyman som Thomas Laux har i yttranden tydliggjort att portföljen är riskfri så länge kontrakten hålls samlade och att det inte kan uppstå någon marknadsrisk om portföljen överläts i sin helhet till en tredje part. Finansinspektionen har tidigare anfört att det inte fanns någon marknadsrisk i den kvarvarande portföljen om kontrakten hölls till kontraktens förfallodag. Mot den bakgrunden och det faktum att kontrakten hölls samlade är det oklart hur Finansinspektionen menar att det skulle ha uppstått en marknadsrisk i portföljen under den tid den hölls av bolaget.

Det är vidare oklart hur förvaltningsrätten har kommit till slutsatsen att det fanns likviditetsrisk i den kvarvarande portföljen. Domstolen har i denna del hänvisat till ett uttalande i Oliver Wymans rapport som handlar om marknadsrisk. Av rapporten framgår att bolaget förfogade över en likviditetsbuffert som var tillräcklig för att täcka temporära likviditetsbehov med anledning av den kvarvarande portföljen. Såväl Oliver

Wymans rapport som övrig bevisning i målet visar därmed att det inte fanns någon likviditetsrisk i den kvarvarande portföljen.

Bolaget höll Finansinspektionen underrättad om hanteringen av den kvarvarande portföljen från hösten 2018. Om denna hantering hade medfört en så allvarlig risk som Finansinspektionen hävdar, borde inspektionen ha sagt ifrån. Bolaget arbetade löpande med överlåtelseprocessen under våren 2019, dvs. redan innan Finansinspektionens avstämningsskrivelse. Av praktiska hänsyn skedde överlåtelsen först vid halvårsskiftet, bl.a. med hänsyn till den brytpunkt för leveranser av el som infaller vid halvårsskiftet.

Bolaget hänvisar bl.a. till nya intyg från Thomas Laux och Oliver Wyman samt Laurent Cheval på Vattenfall och Fredrik Arnö på Fortum.

Finansinspektionen för fram bl.a. följande. Vid obeståndshändelsen förlorade obeståndsmedlemmen omgående rådigheten över sina konton. Kontohanteringen sköttes därefter av Nasdaq Clearing. Det är Nasdaq Clearing som har tagit fram kontrakten och fattat samtliga investeringsbeslut avseende dessa. Det är därför missvisande att hävda att det är obeståndsmedlemmen som har ingått kontrakten och inte Nasdaq Clearing. Försäljningen av portföljen i juni 2019 täcktes av Nasdaq Clearing som en driftskostnad och för det fall portföljen hade behållits fram till 2025/2026 hade bolaget behövt täcka den temporära likviditetsbristen. Nasdaq Clearings egna medel var därmed exponerade för kredit- och marknadsrisk i och med att bolaget hade rådighet över en inte helt okomplicerad portfölj efter det att riskhanteringen av obeståndshändelsen hade avslutats.

Av skäl 47 i RTS 153/2013 framgår att om en central motpart innehar eller ansvarar för derivatkontrakt, utsätter innehavet den centrala motparten för ytterligare kredit- och marknadsrisk. Derivatkontrakt får

därför bara användas av en central motpart i de undantagssituationer som uttryckligen framgår av p. 2 i Bilaga II till RTS 153/2013. En av de situationer i vilken det är tillåtet för en central motpart att ingå derivatkontrakt är om kontrakten ingås i syfte att säkra en portfölj hos en medlem på obestånd, som ett led i den centrala motpartens obeståndshantering. Användningen av derivatkontrakt är dock uttryckligen begränsad till den tidsperiod som krävs för att minska den kredit- och marknadsrisk som den centrala motparten är exponerad mot. När den risk som den centrala motparten har varit exponerad mot i en obeståndshändelse har minskat, är det inte längre tillåtet för en central motpart att använda derivatkontrakt. Det var därför inte möjligt för Nasdaq Clearing att behålla portföljen till dess att samtliga derivatkontrakt förföll i januari 2027. Finansinspektionen vidhåller att det har funnits kvarvarande risker i portföljerna fram till dess att de överläts i juni 2019. Vid bedömningen av om en överträdelse av investeringsförbudet har skett saknar förekomsten av kvarvarande risker i portföljerna dock betydelse. Även om kammarrätten skulle komma fram till att det inte funnits några risker i portföljerna har Nasdaq Clearing överträtt förbudet eftersom bolaget alldeles oavsett behöll derivatkontrakten för länge.

Av Oliver Wymans rapport framgår att om de kvarvarande kontrakten hålls till förfall så finns det ingen marknadsrisk. Denna slutsats saknar relevans i målet eftersom Nasdaq Clearing avyttrade den kvarvarande portföljen innan samtliga kontrakt förfallit. I samband med att portföljen överläts i juni 2019 renderades ett marginalsäkerhetskrav på 1,15 miljoner euro. Detta visar att portföljen inte var riskneutral.

Kammarrätten gör följande bedömning.

Av artikel 47.1 i Emir, som handlar om riktlinjer för investeringar, framgår att en central motpart endast ska investera sina finansiella medel i kontanter eller mycket likvida finansiella instrument med minimala

marknads- och kreditrisker. Av p. 2 i Bilaga II till RTS 153/2013 framgår bl.a. att derivatkontrakt kan betraktas som sådana mycket likvida finansiella instrument med minimal kredit- och marknadsrisk om de ingås i syfte att säkra en portfölj hos en clearingmedlem på obestånd förutsatt att detta görs som ett led i den centrala motpartens obeståndsförfarande. Användningen av derivatkontrakt ska då begränsas till den tidsperiod som krävs för att minska den kredit- och marknadsrisk som den centrala motparten är exponerad mot.

Nasdaq Clearing har invänt att artikel 47.1 i Emir, och därmed även undantagsbestämmelsen i p. 2 i Bilaga II till RTS 153/2013, inte är tillämpliga på de derivatkontrakt som ingicks inom ramen för obeståndshanteringen eftersom bolaget varken investerat sina egna medel eller ingått derivatkontrakten för egen räkning.

Den första frågan är om bestämmelserna i artikel 47.1 i Emir och p. 2 i Bilaga II till RTS 153/2013 är tillämpliga på Nasdaq Clearings obeståndshantering.

Bestämmelserna i artikel 47.1 i Emir och p. 2 i Bilaga II till RTS 153/2013 tar sikte på två olika situationer och har olika syften. Huvudregeln i artikel 47.1 i Emir syftar till att begränsa en central motparts möjligheter att investera sina egna medel i finansiella instrument som utsätter den för kredit- och marknadsrisk, t.ex. derivatkontrakt (jfr princip 16 i PFMI-principerna). En central motpart får därför endast göra derivatplaceringar under ett begränsat antal omständigheter, bl.a. vid säkring av portföljen för en clearingmedlem på obestånd (jfr inledande skäl 47 till RTS 153/2013). Undantagsbestämmelsen i p. 2 i Bilaga II till RTS 153/2013 syftar i enlighet med detta till att möjliggöra en central motparts användning av derivatkontrakt för att hantera en uppkommen obeståndssituation. Det är då inte fråga om en investering av den centrala motpartens egna medel i syfte att t.ex. uppnå avkastning.

Användningen av derivatkontrakt aktualiserar inte heller någon användning av medel när kontrakten ingås.

Kammarrätten anser att tillämpligheten av bestämmelserna är beroende av frågan om den centrala motparten i praktiken har investerat i derivatkontrakt och om bolagets egna medel därmed är exponerade mot eventuella kredit- och marknadsrisker. Antingen genom att den centrala motparten ingått derivatkontrakt för egen räkning eller genom att den centrala motparten har haft full rådighet över och stått risken för ingångna derivatkontrakt.

Av utredningen i målet framgår att obeståndsledningen saknade både rådighet och inflytande över de derivatkontrakt som ingicks inom ramen för obeståndshanteringen. Nasdaq Clearing har vidare vidgått att spegelportföljen även en tid efter auktionsförfarandet inte var en exakt matchning av marknadsrisken i obeståndsportföljen. Även om detta endast avsåg en begränsad del av det totala innehavet talar detta för att Nasdaq Clearings egna medel i vart fall under denna period var exponerade mot eventuella marknadsrisker. Det är vidare ostridigt att Nasdaq Clearing tagit in marginalsäkerheter från obeståndsledningen för täckning av kända slutliga förluster i den kvarvarande portföljen. Även detta innebär att Nasdaq Clearings egna medel var exponerade för kreditrisker i portföljerna. Vid denna bedömning beaktas särskilt att de säkringar som obeståndsledningen ställt för slutliga förluster förts över till Nasdaq Clearings konto i den finska centralbanken och att obeståndsledningen förlorat rådigheten över dessa. Sammanfattningsvis gör kammarrätten bedömningen att det därmed varit fråga om en sådan investering av Nasdaq Clearings egna medel som omfattas av artikel 47.1 i Emir. Bestämmelserna i artikel 47.1 i Emir och p. 2 i Bilaga II till RTS 153/2013 är därför tillämpliga på de derivatkontrakt som Nasdaq Clearing ingick för obeståndsledningens räkning inom ramen för obeståndshanteringen.

Frågan är därmed om Nasdaq Clearings användning av derivatkontrakt uppfyllde kraven i p. 2 i Bilaga II till RTS 153/2013.

Det är ostridigt i målet att Nasdaq Clearings användning av derivatkontrakt var tillåten inom ramen för den akuta obeståndshanteringen. Av ordalydelsen i andra stycket i p. 2 i Bilaga II till RTS 153/2013 följer dock att användningen av derivatkontrakt inom ramen för obeståndsförfarandet ska begränsas till den tidsperiod som krävs för att minska den kredit- och marknadsrisk som den centrala motparten är exponerad mot. När kredit- och marknadsriskerna har minskat ska därmed den centrala motparten avyttra derivatkontrakten. En sådan tolkning av bestämmelsen ligger i linje med princip 13 i PFMI-principerna av vilken följer att en central motpart, som en interimistisk rishanteringsteknik, bör ha verktyg för att säkra positioner i situationer när ett snabbt avslut inte är praktiskt genomförbart (förklarande anmärkning nr 3.13.4 till princip 13 i PFMI-principerna).

Nasdaq Clearing har fört fram att derivatkontrakten i spegelportföljen inte helt matchade marknadsrisken och kassaflödet i obeståndsportföljen varför bolaget vidtog vissa ytterligare åtgärder i september och oktober 2018 i syfte att helt neutralisera risken i obeståndsportföljen. Därefter vidtogs inga aktiva åtgärder med den kvarvarande portföljen och den magasinerades och lagerhölls fram till överlåtelsen i juni 2019. Efter den 18 september 2018 fanns enligt Nasdaq Clearing ingen marknadsrisk kvar i obeståndsportföljen. Nasdaq Clearing har hänvisat till både skriftlig och muntlig bevisning i fråga om bedömningen av marknadsrisken i den kvarvarande portföljen.

Enligt kammarrätten ger den ovan nämnda bevisningen stöd för att det, i vart fall efter oktober 2018, inte fanns någon marknadsrisk i den kvarvarande portföljen så länge den hölls samlad. Efter den 11 oktober 2018

föranledde den kvarvarande portföljen inte några vidare åtgärder från Nasdaq Clearings sida. Oaktat om det därefter fanns någon kreditrisk i den kvarvarande portföljen får en sådan eventuell risk vid denna tidpunkt anses ha minskat på ett sådant sätt att obeståndsförfarandet var avslutat. Efter denna tidpunkt var därmed villkoren i undantagsbestämmelsen i p. 2 i Bilaga II till RTS 153/2013 inte längre uppfyllda. Nasdaq Clearing har inte heller gjort gällande att bolaget skulle ha varit förhindrat att överlåta kontrakten vid denna tidpunkt.

Sammanfattningsvis gör kammarrätten bedömningen att den tidsperiod som Nasdaq Clearing använt derivatkontrakten klart överstigit den tid som varit nödvändig för att säkra portföljen med anledning av den aktuella clearingmedlemmens obestånd. Vad Nasdaq Clearing har gjort gällande om att den kvarvarande portföljen av praktiska hänsyn överläts först i juni 2019 föranleder ingen annan bedömning. Nasdaq Clearing har därmed överträtt investeringsriktlinjerna i artikel 47.1 i Emir.

Kravet på professionellt agerande enligt artikel 36.1 i Emir

Nasdaq Clearing för fram bl.a. följande. Det kan ifrågasättas om artikel 36.1 i Emir över huvud taget är tillämplig på bolagets informationsgivning efter obeståndshändelsen. Informationsgivningen var transparent och gav en korrekt bild av de åtgärder som hade vidtagits inom ramen för obeståndshanteringen. Finansinspektionen har i vart fall inte klarlagt att Nasdaq Clearing genom pressmeddelandena har agerat oprofessionellt. Vid tidpunkten för det första pressmeddelandet fanns en helt marginell del av portföljen där matchningen inte var perfekt, någonting som justerades kort därefter den 18 september 2018. Detta innebär dock inte någon egentlig risk. Samtidigt fanns ett stort behov av att lugna marknaden och förmedla ett tydligt budskap om att risken var stängd vilket också var sakligt korrekt. Som både Thomas Laux och Niclas Egmar framhållit betraktades Nasdaq Clearings kommunikation som

korrekt även utifrån, också mot bakgrund av vad de sedermera förstod om detaljerna kring obeståndshanteringen. Niclas Egmar, som till en början uppgav under sitt förhör i förvaltningsrätten att han förstod meddelandena som att portföljen var ”såld och klar”, förtydligade därefter att hans uppfattning var att pressmeddelandena gav uttryck för att marknadsrisken i portföljen hade stängts ute. Thomas Laux har därtill poängterat att han ansåg att Nasdaq Clearings informationsgivning var förvånansvärt transparent. Att mot denna bakgrund dra slutsatsen att Nasdaq Clearings informationsgivning skulle vara oprofessionell visar på en bristande förståelse för sakförhållandena och marknadens funktion.

Finansinspektionen för fram bl.a. följande. Pressmeddelandena gav felaktigt intryck av att de aktuella positionerna hade avyttrats. Detta stärks av vad Niclas Egmar uppgav vid förhör i förvaltningsrätten om att SEB uppfattade att portföljen ”var såld och klar”. Förhöret var tydligt och går inte att missförstå. Vad Nasdaq Clearing har anfört om att Niclas Egmar därefter förtydligade sitt uttalande kan inte uppfattas som något annat än ett försök till tillrättaläggande.

Kammarrätten gör följande bedömning.

Av artikel 36.1 i Emir framgår bl.a. att när en central motpart tillhandahåller tjänster till sina clearingmedlemmar ska den agera professionellt i sådana clearingmedlemmars intresse och i enlighet med sund riskhantering. Nasdaq Clearing har ifrågasatt om bestämmelsen är tillämplig på bolagets informationsgivning efter obeståndshändelsen. Kammarrätten anser att kravet på professionellt agerande omfattar en korrekt och rättvisande informationsgivning och att detta får anses utgöra en del av den tjänst som den centrala motparten tillhandahåller vid central motpartsclearing. Bestämmelsen är därmed tillämplig på Nasdaq Clearings informationsgivning i samband med obeståndshändelsen.

Frågan som kammarrätten har att ta ställning till är därmed om de två pressmeddelanden som Nasdaq Clearing publicerade den 12 respektive den 19 september 2018 uppfyllde kravet på ett professionellt agerande.

Av pressmeddelandet som Nasdaq Clearing publicerade den 12 september 2018 framgår bl.a. följande.

“The defaulting portfolio has been closed out according to Nasdaq Clearing’s close-out procedures and has been fully contained”

Av pressmeddelandet daterat den 19 september 2018 framgår bl.a. följande under rubriken ”What was the timeline of events?”:

“Wednesday September 12, 2018

- The defaulting portfolio was closed out and the risk has been fully contained.”

Kammarrätten instämmer i förvaltningsrättens bedömning att varken utredningen i målet eller pressmeddelandenas ordalydelse ger något entydigt stöd för att pressmeddelandena förmedlade en bild av att det hade skett en försäljning av innehavet i obeståndsportföljen. Däremot talar såväl utredningen i målet som skrivelsernas ordalydelse för att pressmeddelandena förmedlade en bild av att risken i obeståndsportföljen hade blivit slutligt hanterad. Av utredningen i målet framgår att spegelportföljen en tid efter auktionsförfarandet inte var en exakt matchning av marknadsrisken i obeståndsportföljen. Även om detta endast avsåg en begränsad del av det totala innehavet innebär det att det vid tidpunkten för publiceringen, i motsats till vad som förmedlades genom pressmeddelandena, fanns en kvarvarande risk i obeståndsportföljen som inte hade blivit slutligt hanterad. Informationen i pressmeddelandena var därför inte korrekt i detta avseende.

Nasdaq Clearing har gjort gällande att informationsgivningen under alla omständigheter uppfyllde kravet på ett professionellt agerande eftersom det vid tidpunkten för obeståndshändelsen fanns ett stort behov av att lugna marknaden och förmedla ett tydligt budskap om att risken var stängd. Kammarrätten anser att det, oaktat behovet av att lugna marknaden vid en obeståndshändelse, får anses vara av största vikt att den information som den centrala motparten förmedlar är korrekt. Kammarrätten gör därmed bedömningen att Nasdaq Clearing i och med formuleringen av pressmeddelandena har överträtt artikel 36.1 i Emir.

Konfigurationsfelet

Fel i beräkningsmodellen för marginalsäkerheter enligt artikel 41.1 i Emir

Nasdaq Clearing för fram bl.a. följande. Till följd av ett konfigurationsfel i sin marginalmodell begärde bolaget, för vissa medlemmar, in en mindre mängd säkerheter den 26 november 2018 än vad det hade gjort om modellen hade varit korrekt konfigurerad. De begärde dock in mer säkerheter än vad som följer av det tillämpliga regelverket. Fråga är om man ska tolka Emir på det sättet att bolaget är skyldigt att kräva in de säkerheter som följer av modellen, eller de säkerheter som följer av lagstiftningen. Artikel 41.1 i Emir anger inte hur marginalsäkerheterna ska beräknas, det anges i RTS 153/2013. Modellen i RTS 153/2013 gör uppskattningar om framtiden. Kravet i Emir är emellertid bakåtblickande och syftar på exponeringsrörelser det senaste året. Ett krav på att begära marginalsäkerheter som svarar mot ett visst konfidensintervall⁶ kan aldrig mätas bara genom det resultat som marginalsäkerhetsmodellen ger för en viss dag eftersom det resultatet avser någonting annat (framåtblickande prognos) än

⁶ Procentförändring av exponeringar mot varje finansiellt instrument som clearats under en viss historisk period som en central motpart är skyldig att täcka under en viss likvideringsperiod. Se artikel 1.2 i RTS 153/2013.

konfidensintervallet (bakåtblickande prognos). Detta synes inte underinstanserna ha beaktat men det har stått helt klar för Thomas Laux som yttrat sig i frågan. En tillämpning som utgår från modellen skulle innebära att högre krav ställdes på bolaget än på andra centrala motparter, vilket går tvärt emot EU-lagstiftarens avsikt såsom den kommer till uttryck i artikel 41.5 i Emir och RTS 153/2013. Att backtesting (utfallstest) är rätt metod för att kontrollera om en central motparts marginalsäkerhetsmodell säkerställer att tillräckliga marginalsäkerheter tas in följer även av artikel 49.1 i Emir och artiklarna 48-49 i RTS 153/2013. Backtesting-data visar att de marginalsäkerheter som bolaget tog in den 26 november 2018 till och med var tillräckliga för att nå ett konfidensintervall på 99,9 % eller högre. Säkerheterna täckte med god marginal ett konfidensintervall om 99,5 %.

Finansinspektionen för fram bl.a. följande. De marginalsäkerheter som den centrala motparten ska ta in från medlemmarna fastställs enligt den modell som den behöriga myndigheten har godkänt. Artiklarna 24-26 och 28 i RTS 153/2013 reglerar det som ska ingå i modellen när marginalsäkerhetskraven ska fastställas och inte kravet på marginalsäkerheter som Nasdaq Clearing påstår. Kraven på marginalsäkerheter är framåtblickande. De ska återspegla nuvarande marknadsförhållanden eftersom de ska täcka de exponeringar som en central motpart beräknar kunna föreligga, tills den centrala motparten har avvecklat den motsvarande positionen som säkerheten avser enligt artikel 41.1 i Emir. Det Thomas Laux beskrev i sitt förhör är utfallstester vilka har en viktig funktion för att se över modellen och parametrarna, men den funktionen är inte att fastställa marginalsäkerhetskrav. Vad Thomas Laux omvittnat i detta avseende saknar därför betydelse.

Det har inte gått att göra en korrekt beräkning av historiska marginalsäkerheter eftersom Nasdaq Clearings system inte kunnat ta fram tillförlitliga uppgifter i den delen. Därför har Nasdaq Clearings incidentrapport legat till grund för inspektionens beslut.

Kammarrätten gör följande bedömning.

Det är ostridigt att Nasdaq Clearing till följd av ett konfigurationsfel i marginalsäkerhetsmodellen, den s.k. SPAN-modellen, begärde in en mindre mängd säkerheter än om modellen varit korrekt konfigurerad. Nasdaq Clearing anser att de, trots felet, har tagit in tillräckligt med marginalsäkerheter vilket bestrids av Finansinspektionen. Frågan i denna del är vilken metod som ska användas för att kontrollera om en central motpart har tagit in tillräckligt med marginalsäkerheter. Nasdaq Clearing anser att utfallstester ska användas för att kontrollera om en central motpart har tagit in tillräckligt med marginalsäkerheter. Finansinspektionen anser att detta ska göras genom en beräkning av historiska marginalsäkerheter.

Marginalsäkerheter är en central motparts främsta försvarslinje och syftar till att begränsa motpartsriskerna. Av artikel 41.1 i Emir framgår att en central motpart ska, för att begränsa sin kreditexponering, bl.a. tillämpa och driva in marginalsäkerheter. Marginalsäkerheterna ska vara tillräckliga för att täcka eventuella exponeringar som den centrala motparten beräknar skulle kunna föreligga tills motsvarande positioner avvecklats. En central motpart ska regelbundet övervaka och vid behov se över nivån på marginalsäkerheterna. Av artikel 41.2 i Emir framgår att marginalsäkerheterna ska fastställas med tillämpning av modeller och parametrar och att dessa ska godkännas av den behöriga myndigheten. I artikel 41.5 i Emir finns en hänvisning till RTS 153/2013 i fråga om bl.a. lämpliga procenttal och tidshorisonter för avvecklingsperioden.

I artikel 24-26 och 28 i RTS 153/2013 anges hur den centrala motparten ska beräkna marginalsäkerheterna och vilka faktorer som den centrala motparten ska ta hänsyn till vid beräkningen av lämpligt konfidensintervall. Vid tidpunkten då konfigurationsfelet upptäcktes är det ostridigt att Nasdaq Clearing tillämpade SPAN-modellen och ett konfidensintervall på 99,5 procent.

Av artikel 49.1 i Emir framgår att en central motpart regelbundet bl.a. ska se över sina modeller och parametrar för att beräkna sina marginalsäkerhetskrav. Den centrala motparten ska genomföra utfallstester för bedömning av den använda metodens tillförlitlighet. I artikel 49.4 i Emir finns en hänvisning till RTS 153/2013 i fråga om bl.a. testernas frekvens. I artikel 49 i RTS 153/2013 anges bl.a. att centrala motparter ska bedöma sina marginalsäkerheters täckning, genom att i efterhand jämföra observerade utfall med förväntade utfall enligt säkerhetsmodellerna. Sådana utfallstester ska göras varje dag för att utvärdera om det finns några testundantag när det gäller marginalsäkerheternas täckning.

Kammarrätten delar Finansinspektionens bedömning att bestämmelserna i RTS 153/2013 reglerar det som ska ingå i modellen när marginalsäkerheter ska fastställas av den centrala motparten. Det finns bl.a. vissa konfidensintervall som den centrala motparten ska rätta sig efter och det listas vilka faktorer som den centrala motparten åtminstone ska ta hänsyn till när den fastställer lämpliga konfidensintervall. I RTS 153/2013 finns dock inget krav på fastställande av marginalsäkerheter, eller krav på att tillämpa, kräva eller driva in marginalsäkerheterna från clearingmedlemmarna. De kraven återfinns istället i Emir.

I Emir finns även krav på att den centrala motparten ska genomföra utfallstester. Syftet med testerna är att kunna bedöma den använda metodens tillförlitlighet. Hur utfallstesterna ska gå till regleras närmare i RTS 153/2013. Att det i artikel 49 i RTS 153/2013 anges att utfallstester ska göras varje dag för att utvärdera om det finns några testundantag när det gäller marginalsäkerheternas täckning talar för att utfallstesterna är tänkta att användas vid utvärdering och översyn av marginalsäkerhetsmodellen, inte för att fastställa marginalsäkerhetskrav.

Kravet på marginalsäkerheter är ett försiktighetskrav och ska trygga att en central motpart åtminstone på dagsbasis från alla sina clearingmedlemmar har fullständiga säkerheter för alla sina exponeringar dvs. de syftar till att begränsa den centrala motpartens risk. Kraven på marginalsäkerheter ska vara framåtblickande, det framgår av artikel 41.1 i Emir där det anges att marginalsäkerhetskravet ska återspegla nuvarande marknadsförhållanden eftersom de ska täcka de exponeringar som en central motpart beräknar kunna föreligga tills den centrala motparten har avvecklat den motsvarande positionen som säkerheten avser. Kraven på marginalsäkerheter ska utgå från den modell som den centrala motparten tillämpar och som godkänts av den behöriga myndigheten, vilket framgår av artikel 41.2 i Emir. Mot denna bakgrund, och vad som ovan förts fram, delar kammarrätten Finansinspektionens bedömning att den metod som ska användas för att kontrollera om Nasdaq Clearing har tagit in tillräckligt med marginalsäkerheter är en beräkning av historiska marginalsäkerheter och inte utfallstester. Kravet, på att marginalsäkerheterna ska täcka förluster från minst 99 procent av exponeringsrörelserna i artikel 41.1 i Emir, får betraktas som ett minimikrav.

Som ovan nämnts så tillämpade Nasdaq Clearing vid tidpunkten då konfigurationsfelet upptäcktes SPAN-modellen och ett konfidensintervall på 99,5 procent. Av utredningen i målet framgår att det inte har kunnat göras några historiska beräkningar för åren 2015-2018 av marginalsäkerheterna pga. systembegränsningar i Nasdaq Clearings system. Finansinspektionen har därför utgått från Nasdaq Clearings incidentrapport och datumet den 26 november 2018 i sitt beslut. I målet är det ostridigt att Nasdaq Clearing, som en följd av det aktuella konfigurationsfelet, tog in lägre marginalsäkerheter än vad som följde av bolagets SPAN-modell den 26 november 2018.

Sammanfattningsvis anser kammarrätten att Nasdaq Clearing, som en följd av det aktuella konfigurationsfelet, inte har uppfyllt kravet enligt artikel

41.1 i Emir på att kräva in tillräckliga marginalsäkerheter från sina clearing-medlemmar den 26 november 2018.

Otillräckliga styrformer, regler och rutiner enligt artikel 26 i Emir

Nasdaq Clearing för fram bl.a. följande. Bolaget medger att det funnits ett stort utrymme för förbättring i denna del. Det har också Thomas Laux ansett. Felet upptäcktes vid en kontroll. De rutiner som bolaget tillämpat har förmått upptäcka och korrigera felet innan det lett till ett brott mot Emir. Det väsentliga är att felet upptäcks och korrigeras innan de får några påtagliga följder för verksamheten.

Finansinspektionen för fram bl.a. följande. Att felet upptäcktes inom Nasdaq Clearings normala testverksamhet eller vid en kontroll stämmer inte. Felet upptäcktes redan den 9 november 2018 i samband med att en clearingsmedlems portfölj i sin helhet flyttades till en annan medlems portfölj. Nasdaq Clearing menar att avsaknaden av effektiva rutiner och regler hos en central motpart saknar betydelse så länge ett fel inte får påtagliga följder för verksamheten. Det är inte en korrekt tolkning av artikel 26.1 och 26.2 i Emir.

Kammarrätten gör följande bedömning.

Det som Nasdaq Clearing har fört fram och det som i övrigt kommit fram i målet ger inte kammarrätten anledning att göra någon annan bedömning än den som förvaltningsrätten har gjort. Nasdaq Clearing har inte uppfyllt kraven i artikel 26.1 och 26.2 i Emir eftersom bolaget inte haft tillfredställande metoder och rutiner för att förhindra att konfigurationsfelet uppstod.

Ingripande

Val av ingripande

Nasdaq Clearing för fram bl.a. följande. Av förarbetena till 25 kap. 2 § LV framgår att Finansinspektionen på ett nyanserat sätt ska välja mellan de olika ingripanden som står till förfogande. Bedömningen av om överträdelsen är allvarlig ska göras med utgångspunkt i vilka konsekvenser som uppstått eller kunnat uppstå på grund av överträdelserna och vad som är ett tillräckligt ingripande. Det klargörs att redan ett beslut om anmärkning eller varning utgör ett allvarligt ingripande och att en sanktionsavgift bara bör komma i fråga om överträdelsen är ännu allvarligare än om en anmärkning valts framför ett föreläggande respektive en varning framför en anmärkning. Även om något uttryckligt krav på oaktsamhet eller uppsåt inte uppställs i lagtexten borde den försummelse som föranlett anmärkningen eller varningen som regel innehålla ett sådant moment för att en sanktionsavgift ska aktualiseras.

Till grund för ett ingripande måste en bedömning av överträdelsernas allvar ligga. Allvarligheten hänger nära samman med om överträdelserna varit, eller inte varit, förknippade med risk för det finansiella systemet. I fråga om deltagandekraven kan konstateras att Finansinspektionen strax före det att de nu aktuella undersökningarna inleddes funnit att bolaget uppfyllt kraven i Emir under artikel 21-översynen. Detta talar starkt mot att de påstådda överträdelserna skulle vara särdeles allvarliga. Vid beviljande av bolagets auktorisation och genom artikel 21-översynerna skapade Finansinspektionen berättigade förväntningar hos bolaget om att deltagandekraven uppfyllde de krav som Emir uppställer. Mot denna bakgrund är de påstådda överträdelserna klart mindre klandervärda, varför de inte kan anses som allvarliga. Finansinspektionen har inte konkretiserat varför de påstådda överträdelserna skulle ha exponerat

bolaget för högre motpartsrisk eller vad det skulle finnas för samband mellan obeståndshändelsen och deltagandekraven.

Vad gäller obeståndshanteringen fanns det ingen risk i den kvarvarande portföljen. Om rätten felaktigt skulle finna att det fanns en risk till följd av att marknadspriser varierade under handelsdagen, är det en helt försumbar risk som dessutom krävde att bolaget skulle börja handla med enskilda kontrakt. Omständigheten att Finansinspektionen nu synes mena att risken i portföljen minskat under tiden som den lagerhölls och att det var först när risken minskat som det blev otillåtet för bolaget att behålla portföljen har relevans för val av ingripande. Om det, som bolaget gör gällande, inte fanns någon risk i den kvarvarande portföljen finns varken skäl att välja en varning med sanktionsavgift som ingripande eller en synnerligen hög sanktionsavgift. Detsamma gäller om kammarrätten skulle komma fram till att det endast fanns en obetydlig risk i portföljen.

Konfigurationsfelet har ostridigt inte föranlett att kraven i RTS 153/2013 trätts förnär eftersom det fanns god marginal till dessa krav. Även om man skulle acceptera att bolaget brutit mot artikel 41 i Emir genom att inte begära in den mängd säkerheter som bolagets modell, rätt kalibrerad, hade anvisat täcktes alltså lagkraven med god marginal.

Finansinspektionens påstående att felet skulle ha inneburit en risk kan därför avfärdas eftersom EU-lagstiftaren uppenbart godtagit en sådan mängd säkerheter.

Det finns inte någon grund för att hävda att de påstådda överträdelserna inneburit en risk, eller potentiellt skulle kunna få effekter för det finansiella systemet. Att de påstådda överträdelserna inte haft några konkreta effekter på det finansiella systemet borde vara ostridigt. Det har inte heller uppstått några skador.

Vad gäller graden av ansvar kan det uteslutas att de påstådda överträdelserna skulle ha begåtts uppsåtligen. Det kan också uteslutas att det skulle vara fråga om något medvetet risktagande eller någon annan form av grov oaktsamhet. Dessutom kan det konstateras att bolaget har gjort rättelse i den mån det varit möjligt. Även om de påstådda överträdelserna visserligen gäller viktiga och centrala bestämmelser i Emir, är själva överträdelserna inte allvarliga eller farliga. Finansinspektionen borde därför inte ha valt en varning som ingripande.

Förvaltningsrätten har endast på ett allmänt plan redovisat sin slutsats att ett ingripande i form av en mycket hög sanktionsavgift i detta fall är både proportionerligt och nödvändigt. Proportionalitetsprincipen har olika aspekter som är av betydelse på olika sätt i förhållande till respektive påstådd överträdelse. En första viktig aspekt är de krav som innebär att ett ingripande ska vara lämpligt och nödvändigt. Om ingen sanktion behövs för att säkerställa efterlevnad av regelverket, ska ingen sanktion heller meddelas. Vad gäller de påstådda överträdelserna av deltagandekraven och konfigureringsfelet har de åtgärdats så snart de har påtalats av Finansinspektionen respektive upptäckts av bolaget. I samtliga fall har justeringar vidtagits innan sanktionsbeslutet meddelades. En sanktion har därför inte varit nödvändig för att få till stånd en rättelse.

En annan aspekt är avvägningen mellan mål och medel, dvs. det som ibland benämns proportionalitet i strikt bemärkelse, och handlar om att välja en påföljd som är rimlig i förhållande till överträdelserna. Överträdelserna i fråga om att obeståndsportföljen behölls i ca nio månader är inte anmärkningsvärd från ett branshperspektiv och har inte gett upphov till någon risk. Det rimliga ingripandet hade varit att påtala problemet. Särskilt med hänsyn till att Finansinspektionen hela tiden hållits underrättad om att bolaget behöll obeståndsportföljen och inte meddelade att detta ansågs vara ett brott mot Emir vore det oproportionerligt med en sanktion.

Finansinspektionen för fram bl.a. följande. Finansinspektionens val av ingripande utgör resultatet av en sammantagen bedömning av samtliga överträdelser som inspektionen har konstaterat. Vid valet av ingripande ska beaktas att syftet med Emir är att säkerställa en stabil finansmarknad. Överträdelserna är kopplade till i princip samtliga kategorier av säkerhets- och sundhetskrav i regelverket hos en systemviktig aktör, vilket Finansinspektionen ser allvarligt på. Det har varit fråga om brister av systematisk natur som hänför sig till kärnan av den centrala motpartens verksamhet. Överträdelserna har i vart fall inte pågått under en kort tid. För bedömningen av överträdelsernas allvar och därmed valet av ingripande är alltså inte frågan om risk i portföljen avgörande.

Vid valet av ingripande har Finansinspektionen beaktat att de aktuella överträdelserna i förlängningen hade kunnat hota den ekonomiska stabiliteten på finansmarknaden. Det har däremot inte varit fråga om ett uppsåtligt eller oaktsamt agerande och överträdelserna har inte heller gett upphov till någon skada för övriga clearingmedlemmar eller den finansiella marknaden. Omständigheten att överträdelserna omfattar stora delar av regelverket aktualiserar dock frågan om en återkallelse av tillståndet. Ett sådant ingripande hade i det aktuella fallet inte varit förenligt med proportionalitetsprincipen. Varning är då det ingripande som finns att tillgå.

Vad gäller Nasdaq Clearings invändning med anledning av artikel 21-översynen var bolaget vid tidpunkten för publiceringen av rapporten från artikel 21-översynen 2018 i högsta grad medvetet om att det pågick en tillsynsundersökning som rörde deltagandekraven och att rapporten inte på något sätt innebar ett slutligt ställningstagande i fråga om deltagandekraven kunde anses vara godtagbara. Någon sådan slutsats går inte heller att dra av rapporten i sig. Av särskild betydelse är att Finansinspektionen inom ramen för tillsynsundersökningen ställt uttryckliga frågor avseende

deltagandekraven innan rapporten från artikel 21-översynen publicerades den 8 oktober 2018. Det måste alltså redan då ha stått klart för Nasdaq Clearing att deltagandekraven omfattades av tillsynsundersökningen och att Finansinspektionen särskilt undersökte om Nasdaq Clearings deltagandekrav var förenliga med kraven i Emir. Det saknas fog för att dra slutsatsen att rapporten från artikel 21-översynen skulle ha skapat en ”befogad förväntan” hos Nasdaq Clearing eller att Finansinspektionen vid översynen skulle ha tolkat artikel 37.1 i Emir på något annat sätt.

Finns det förutsättningar att avstå från ett ingripande?

Av artikel 22.3 i Emir framgår att varje medlemsstat ska se till att lämpliga administrativa åtgärder i enlighet med nationell lagstiftning kan vidtas eller införas mot ansvariga juridiska personer, om de inte följer Emir. Sådana administrativa åtgärder framgår av LV.

Av 25 kap. 1 § LV framgår bl.a. att Finansinspektionen ska ingripa om en svensk clearingorganisation har åsidosatt sina skyldigheter i författningar som reglerar företagets verksamhet. Enligt 25 kap. 2 § andra stycket LV får Finansinspektionen avstå från ingripande bl.a. om en överträdelse är ringa eller ursäktlig eller om företaget gör rättelse.

Kammarrätten gör följande bedömning.

Det är utrett att Nasdaq Clearing har åsidosatt skyldigheter i Emir. Det finns därmed förutsättningar för ett ingripande mot bolaget enligt 25 kap. 1 § LV. Kammarrätten har inledningsvis att ta ställning till om omständigheterna är sådana att det finns förutsättningar att avstå från ett ingripande. Frågan är därmed om överträdelserna är ringa eller ursäktliga eller om de rättelser som bolaget har vidtagit kan anses vara tillräckliga.

Vid prövningen av om det finns skäl att avstå från ingripande ska det göras en nyanserad bedömning av om omständigheterna är sådana att eftergift bör medges. Att överträdelsen är ursäktlig innebär att Finansinspektionen eller domstolen ska ha möjlighet att beakta om en överträdelse är föranledd av ett beteende som av särskilda omständigheter är att betrakta som mindre klandervärt än annars. Vid bedömningen av om det faktum att företaget gjort rättelse ska föranleda att Finansinspektionen avstår från att ingripa eller inte bör överträdelsernas allvarlighet vara avgörande. (Prop. 2006/07:115 s. 500 och prop. 2013/14:228 s. 311-312).

Kammarrätten konstaterar att Nasdaq Clearing har gjort sig skyldig till ett flertal överträdelser i Emir och att överträdelserna rör centrala delar i det regelverk som styr en central motparts verksamhet. De kan därmed inte betraktas som ringa. Som kammarrätten tidigare har funnit är de tillämpliga bestämmelserna i Emir tillräckligt tydliga för att kunna läggas till grund för ett ingripande. Kammarrätten har även gjort bedömningen att artikel 21-översynen inte heller utgör något hinder för Finansinspektionen att ingripa mot de konstaterade överträdelserna. Vad Nasdaq Clearing har fört fram i de delarna ger ingen anledning att nu göra en annan bedömning. Det har i målet inte heller kommit fram sådana särskilda omständigheter som gör att Nasdaq Clearings beteende skulle vara att betrakta som mindre klandervärt. Överträdelserna kan därmed inte betraktas som ursäktliga. Kammarrätten instämmer vidare i förvaltningsrättens bedömning att de rättelser som Nasdaq Clearing har vidtagit mot bakgrund av överträdelsernas allvar inte utgör skäl att avstå från ingripande. Kammarrätten bedömer att det inte finns förutsättningar att avstå från ett ingripande.

Vilket ingripande är lämpligt?

Av 25 kap. 1 § LV framgår att Finansinspektionen kan ingripa genom att utfärda ett föreläggande att inom viss tid begränsa eller minska riskerna i rörelsen i något avseende, begränsa eller helt underlåta utdelning eller räntebetalningar eller vidta någon annan åtgärd för att komma till rätta med situationen, meddela ett förbud att verkställa beslut eller genom att göra en anmärkning. Om överträdelsen är allvarlig, ska företagets tillstånd återkallas eller, om det är tillräckligt, varning meddelas.

Vid valet av åtgärd bör beaktas hur allvarlig överträdelsen är med utgångspunkt i vilka konsekvenser den haft eller kunnat få för värdepappersmarknadens funktion i stort och för enskilda investerare. En avvägning bör även göras mellan vilken åtgärd som är tillräcklig och bäst lämpad som reprimand för överträdelsen och vilka konsekvenser åtgärden kan få för t.ex. företagets kunder. (Prop. 2006/07:115 s. 498). Av artikel 22.3 i Emir framgår att åtgärderna ska vara effektiva, proportionella och avskräckande.

Den allvarligaste formen av ingripande är återkallelse av tillståndet. Det är graden av allvarlighet som ska vara avgörande för om detta ska ske. Varning är ett alternativ till återkallelse av tillståndet. Åtgärden bör kunna tillgripas när förutsättningarna för återkallelse i och för sig föreligger men varning i det enskilda fallet framstår som en tillräcklig åtgärd. Detta kan t.ex. vara fallet när företaget påbörjat förändringar i sina interna rutiner eller vidtagit andra åtgärder som medför att det inte kan befaras att företaget kommer att upprepa överträdelsen. Vid mindre allvarliga överträdelser finns en möjlighet att ingripa genom att meddela anmärkning. (Prop. 2006/07:115 s. 498-499).

Av 25 kap. 8 § LV framgår att ett beslut om anmärkning eller varning får förenas med ett beslut om att företaget ska betala en sanktionsavgift. Redan beslutet om anmärkning eller varning är en allvarlig reprimand till

företaget men kan förenas med en sanktionsavgift om en ren anmärkning eller varning inte bedöms vara tillräckligt. Något uttryckligt krav på oaktsamhet eller uppsåt hos ansvarig företrädare för företaget har inte ställts upp. Det agerande eller den försummelse som föranlett anmärkningen eller varningen torde dock som regel innehålla något av dessa moment. (Prop. 2006/07:115 s. 508 och 639).

Myndigheter får endast ingripa i ett enskilt intresse om åtgärden kan antas leda till det avsedda resultatet. En åtgärd får aldrig vara mer långtgående än vad som behövs och får vidtas endast om det avsedda resultatet står i rimligt förhållande till de olägenheter som kan antas uppstå för den som åtgärden riktas emot (5 § tredje stycket förvaltningslagen [2017:900]). Av EU-domstolens praxis framgår att vid bedömningen av om en sanktion är proportionerlig ska hänsyn bl.a. tas till överträdelsens art och svårighetsgrad. Domstolen ska särskilt beakta de risker som överträdelsen kan medföra avseende skyddet för det intressen som den aktuella lagstiftningen syftar till att skydda (jfr dom av den 26 november 2015, Total Waste Recycling, C-487/14, EU:C:2015:780, punkt 55, och dom av den 9 juni 2016, Nutrivet, C-69/15, EU:C:2016:425, punkt 51 och 53). Sanktionernas stränghet ska vidare vara anpassade till hur allvarliga de överträdelser som beivras är, och att det särskilt ska säkerställas att sanktionerna verkligen har en avskräckande verkan samtidigt som proportionalitetsprincipen iakttas (se bl.a. dom av den 9 november 2016, C-42/15, Home Credit Slovakia, EU:C:2016:842, punkt 63 och dom av den 27 mars 2014, LCL Le Crédit Lyonnais, C-565/12, EU:C:2014:190, punkt 45).

Kammarrätten gör följande bedömning.

Kammarrätten anser att överträdelsernas allvar motiverar ett kännbart ingripande. Vid denna bedömning har särskilt beaktats att överträdelserna är sådana att de hade kunnat få betydelse för stabiliteten i det finansiella

systemet. Överträdelserna gäller dessutom centrala och grundläggande delar av Emir och ett flertal överträdelser har pågått under en förhållandevis lång tid. Däremot har Nasdaq Clearing vidtagit rättelser och i stort åtgärdat de brister som Finansinspektionen har bedömt föreligga. Mot denna bakgrund anser kammarrätten att ett ingripande i form av en varning i förening med en sanktionsavgift är nödvändig och proportionerlig. En ren varning kan inte anses vara tillräckligt ingripande.

Sanktionsavgiftens storlek

Nasdaq Clearing för fram bl.a. följande. Bolaget vidhåller att den tvåstegsmetod som Europeiska kommissionen har utvecklat för att fastställa böter vid konkurrensrättsliga överträdelser utgör en mer ändamålsenlig och rimlig metod för fastställande av sanktionsavgiftens storlek än Finansinspektionens tillvägagångssätt. Även den metod som tillämpas av den tyska federala finansinspektionen är betydligt bättre än Finansinspektionens i beslutet redovisade överväganden. Enligt deras modell ska omsättningen på koncernnivå endast beaktas när taket för sanktionsavgiften bestäms och inte i regel när den faktiska sanktionsavgiften beräknas.

Av förarbetena till 25 kap. 9 § LV framgår att frågan om högsta möjliga sanktionsavgift och sanktionsavgiftens bestämmande i det enskilda fallet är två separata frågor. Det betonas t.ex. att den högsta sanktionsavgiften endast är ett tak som baseras på omsättning (eller gjord vinst) och att Finansinspektionen i det enskilda fallet måste bestämma hur hög sanktionsavgiften ska vara utifrån de försvårande och förmildrande omständigheter som pekas ut i lagen (där koncernförhållandena inte upptas som en relevant faktor). De omständigheter som är relevanta att beakta vid fastställandet av sanktionsavgiften framgår av 25 kap. 2 och 2 a §§ LV och är desamma för alla tillsynsobjekt, oavsett om de ingår i en koncern eller inte. Finansinspektionen har dock lagt särskild vikt vid

koncernomsättningen vid fastställandet av den faktiska sanktionsavgiftens storlek.

Om sanktionsavgifters storlek skulle bedömas utifrån omsättningen på koncernnivå, skulle det få till följd att sanktionsavgifter skulle variera endast på grund av omständigheter som inte har något direkt samband med den sanktionerade verksamheten. Att beakta koncernens globala omsättning vid fastställande av sanktionsavgiften för bolaget skulle dessutom strida mot andemeningen i Emir, nämligen att centrala motparter ska förhålla sig autonoma även om de är del av en koncern. Koncernens omsättning ska inte beaktas vid bestämningen av den faktiska sanktionsavgiftens storlek, även om det i och för sig hade varit riktigt att beakta denna omsättning vid fastställandet av taket för sanktionsavgiften.

Vad gäller hur taket för sanktionsavgiften ska bestämmas vidhåller bolaget vad som fördes fram i förvaltningsrätten. Finansinspektionens och förvaltningsrättens tolkning har visserligen visst stöd i förarbetena men det finns anledning för domstolarna att frångå förarbetena på denna punkt. Vid fastställandet av taket för sanktionsavgiften har underinstanserna tillämpat den andra punkten i 25 kap. 9 § LV. Enligt den punkten ska taket för sanktionsavgiften som utgångspunkt vara 10 procent av företagets omsättning. Regeln innehåller dock också en möjlighet att i förekommande fall beräkna taket för sanktionsavgiften på grundval av motsvarande omsättning på koncernnivå. Underinstanserna har tillämpat regeln på det sättet att taket beräknats utifrån Nasdaqkoncernens hela omsättning vilket är fel.

Av förarbetena till bestämmelsen framgår att syftet med att i förekommande fall kunna beakta omsättningen på koncernnivå är att kunna ta hänsyn till om den för överträdelsen relevanta verksamheten bedrivs av flera företag inom en koncern. Den clearingverksamhet som

bedrivs av bolaget har inte delats upp på ett flertal juridiska personer inom koncernen och det finns därför inte anledning att överhuvudtaget se till omsättning i andra koncernbolag. Syftet med bestämmelsen innebär också att det är det verksamhetsslag som är föremål för ingripande som är utgångspunkten vid bedömningen av vilken omsättning som utgör bolagets motsvarande omsättning på koncernnivå. Begreppet motsvarande omsättning i 25 kap. 9 § första stycket 2 LV bör således för bolagets del innebära clearingverksamhet. Detta var också utgångspunkten i de EU-direktiv som implementerades år 2017 och som gav upphov till den nu diskuterade regeln i 25 kap. 9 § första stycket 2 LV. Bestämmelsen bör tolkas i enlighet med EU-direktiven. Den tolkning som underinstanserna har gjort är varken rimlig eller ändamålsenlig. Den är inte heller förenlig med likabehandlingsprincipen eftersom den skulle leda till betydande skillnader i bestämningen av taket för sanktionsavgiften endast pga. ett lagtekniskt overseende och inte pga. omständigheter som har något samband med överträdelsen.

Taket för sanktionsavgiften bör enligt 25 kap. 9 § första stycket 2 LV endast baseras på den omsättning i koncernen som är att hänföra till motsvarande verksamhet som Nasdaq Clearing bedriver, dvs. clearingverksamhet. Denna motsvarande omsättning uppgår till 563 miljoner kronor, och taket bör således bestämmas till 56,3 miljoner kronor. Under alla omständigheter bör sanktionens storlek bestämmas utifrån detta, snarare än utifrån Nasdaqkoncernens omsättning. Omständigheten att taket för sanktionsavgiften har sänkts måste även innebära en avsevärd justering av en eventuell sanktionsavgift.

Finansinspektionen för fram bl.a. följande. Sanktionsavgiften är väl avvägd, och återspeglar, förutom överträdelsernas allvar, även den finansiella ställning som Nasdaq Clearing utifrån Nasdaqkoncernens omsättning hade vid tidpunkten för det överklagade beslutet. Detta innebär att bedömningen av vad som kan anses vara en proportionerlig

sanktionsavgift förskjuts något och att miniminivån för sanktionsavgiften höjs. Däremot sätter kapitalkravet för den centrala motparten ett konceptuellt tak för sanktionsavgiften.

Den fastställda sanktionsavgiften om 300 miljoner kronor är både proportionerlig och avskräckande och har beräknats utifrån omständigheterna i det aktuella fallet. Att den nu vitsordade koncernomsättningen är lägre än den omsättning som beaktades vid inspektionens prövning ska därför inte påverka sanktionsavgiftens storlek. Finansinspektionen noterar i detta sammanhang att Tomas Thyblad vid den muntliga förhandlingen i förvaltningsrätten framhöll att bolaget utan problem absorberade sin del av den stora förlust som uppstod på grund av obeståndshändelsen samt att det likviditetsbehov om 1,6 miljoner euro som uppstod i Nasdaq Clearing i samband med obeståndshändelsen var helt obetydligt för verksamheten.

Fastställande av taket för sanktionsavgiften

Av 25 kap. 9 § LV framgår att sanktionsavgiften för en svensk clearingorganisation ska fastställas till högst det högsta av (1) ett belopp som per den 2 juli 2014 i kronor motsvarade fem miljoner euro, (2) tio procent av företagets omsättning eller, i förekommande fall, motsvarande omsättning på koncernnivå närmast föregående räkenskapsår, eller (3) två gånger den vinst som företaget gjort till följd av regelöverträdelsen, om beloppet går att fastställa. Sanktionsavgiften får inte bestämmas till ett lägre belopp än 5 000 kr.

För överträdelser som inträffade före den 1 augusti 2017 gäller bestämmelsen i dess tidigare lydelse. Enligt den då gällande bestämmelsen ska den högsta möjliga sanktionsavgiften bestämmas till tio procent av Nasdaq Clearings omsättning.

Kammarrätten gör följande bedömning.

Nasdaq Clearing har invänt att underinstanserna på grund av en felaktig rättstillämpning har lagt hela Nasdaqkoncernens omsättning till grund för beräkningen av sanktionsavgiftens tak enligt 25 kap. 9 § första stycket 2 LV. Kammarrätten har därmed inledningsvis att ta ställning till hur taket för sanktionsavgiften ska beräknas.

Av förarbetena framgår att om en juridisk person som har gjort sig skyldig till en överträdelse ingår i en koncern, ska den högsta sanktionsavgift som gäller enligt andra punkten bestämmas utifrån koncernredovisningen. Med ”motsvarande omsättning” avses det som utgör omsättning enligt de redovisningsregler som gäller för den juridiska personen som är föremål för ingripande. Posterna för beräkning av omsättningen på koncernnivå hämtas ur koncernredovisningen för det yttersta moderföretaget. Ur denna redovisning hämtas alltså de relevanta intäktsposter som motsvarar omsättningen enligt de redovisningsregler som gäller för det företag som ingripandet riktas mot. Utifrån tillämpliga redovisningsregler finns tre typer av omsättning: omsättning från verksamhet som redovisas enligt årsredovisningslagen (1995:1554), ÅRL, omsättning från verksamhet som redovisas enligt lagen (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag och omsättning från verksamhet som redovisas enligt lagen (1995:1560) om årsredovisning i försäkringsföretag. Om den juridiska person som en sanktion ska riktas mot upprättar sin årsredovisning enligt ÅRL, är den omsättning som ska ligga till grund för sanktionsavgiftens tak summan av nettoomsättningen och övriga rörelseintäkter. Om sanktionsavgiftens tak ska beräknas på koncernnivå ska motsvarande årsomsättning, dvs. summan av nettoomsättningen och övriga rörelseintäkter, ligga till grund för beräkningen av sanktionsavgiftens tak. (Prop. 2016/17:162 s. 640 och 764).

Kammarrätten gör bedömningen att bestämmelsen i 25 kap. 9 § första stycket andra punkten LV innebär att sanktionsavgiftens tak alltid ska bestämmas med utgångspunkt i koncernens omsättning för det fall den juridiska person som sanktionen riktas mot ingår i en koncern. Det är ostridigt i målet att Nasdaq Clearing redovisar enligt ÅRL och att moderbolaget Nasdaq Inc. skulle ha redovisat enligt samma lag om bolaget omfattades av svenska regler. Sanktionsavgiftens tak vad gäller de överträdelser som inträffade efter den 1 augusti 2017 ska därför beräknas utifrån Nasdaq Inc:s totala globala koncernomsättning för räkenskapsåret 2019 vilken uppgick till 2,535 miljarder amerikanska dollar. För de överträdelser som inträffade efter den 1 augusti 2017 ska sanktionsavgiftens storlek därmed bestämmas till lägst 5 000 kr och högst tio procent av 2,535 miljarder amerikanska dollar.

Parterna är överens om att taket för sanktionsavgiftens storlek vad gäller överträdelsen hänförlig till otillräckliga styrformer, regler och rutiner i relation till konfigurationsfelet ska bestämmas enligt 25 kap. 9 § LV i dess lydelse före den 1 augusti 2017. Enligt den då aktuella lydelsen ska den högsta möjliga sanktionsavgiften bestämmas till tio procent av Nasdaq Clearings omsättning. För överträdelsen vad gäller konfigurationsfelet ska sanktionsavgiften därmed bestämmas till lägst 5 000 kr och högst 56,3 miljoner kronor.

Hur stor ska sanktionsavgiften vara?

När sanktionsavgiftens storlek fastställs ska enligt 25 kap. 10 § LV särskild hänsyn tas till sådana omständigheter som anges i 2 och 2 a §§ samt till företagets finansiella ställning och, om det går att fastställa, den vinst som företaget gjort till följd av regelöverträdelsen. Av 2 § framgår att Finansinspektionen ska ta hänsyn till hur allvarlig överträdelsen är och hur länge den har pågått. Särskild hänsyn ska tas till överträdelsens art,

konkreta och potentiella effekter på det finansiella systemet, skador som uppstått och graden av ansvar.

Utöver det som anges i 25 kap. 2 § LV ska det enligt 2 a § i försvårande riktning beaktas om företaget tidigare har begått en överträdelse. Vid denna bedömning bör särskild vikt fästas vid om överträdelserna är likartade och den tid som har förflutit mellan de olika överträdelserna. I förmildrande riktning ska det beaktas om företaget i väsentlig mån genom ett aktivt samarbete har underlättat Finansinspektionens utredning och företaget snabbt upphört med överträdelsen sedan den anmälts till eller påtalats av Finansinspektionen.

Sanktionsavgiftens storlek ska ses som ett sätt att ytterligare gradera anmärkningen eller varningen. Det är främst överträdelsernas allvarlighet som bör vara avgörande för sanktionsavgiftens storlek. Även förhållandena hos det företag som har gjort överträdelsen och de konsekvenser som sanktionsavgiften kan få för företaget bör kunna beaktas. Exempelvis kan vad som upplevs som en avskräckande avgift för ett mindre företag med måttlig omsättning framstå som i det närmaste obetydlig för ett företag med stora ekonomiska resurser. En sanktionsavgift tjänar inte heller sitt syfte om avgiften innebär att företaget t.ex. riskerar att bli likvidationspliktigt eller på annat sätt inte kan fortsätta sin verksamhet. (Prop. 2006/07:115 s. 508 och 641).

För att ett företag ska kunna få sanktionslindring pga. sitt samarbete med Finansinspektionen ska det vara fråga om ett samarbete av väsentlig betydelse. Att företaget och dess företrädare endast inställer sig till förhör och svarar på frågor bör inte innebära att de i väsentlig mån underlättat utredningen, utan det bör krävas att företaget självmant för fram viktig information som Finansinspektionen inte själv redan förfogar över eller med lätthet kan få fram. Det bör vidare krävas att det är företaget som genom ställföreträdare eller ombud anmäler överträdelsen. Vidare bör

krävas att företaget när anmälan görs eller uppgifter lämnas upphört eller snarast upphör med överträdelsen. En sådan rättelse bör, för att den ska tillmätas betydelse, ske kort efter det att institutet blivit uppmärksammat på överträdelsen. (Prop. 2013/14:228 s. 241).

Kammarrätten gör följande bedömning.

Som kammarrätten tidigare har konstaterat har Nasdaq Clearing överträtt centrala delar av det regelverk som styr en central motparts verksamhet. Överträdelserna omfattar bestämmelser som avser de organisatoriska kraven, uppförandereglerna och försiktighetskraven i Emir. Även om överträdelserna inte har medfört några skador eller konkreta effekter på det finansiella systemet medför överträdelser av dessa regler potentiella effekter på det finansiella systemet och i förlängningen på den finansiella stabiliteten. Överträdelserna måste därför i sig anses vara allvarliga. De har därutöver pågått under en förhållandevis lång tid. Dessa omständigheter är försvårande för Nasdaq Clearing vid bestämmande av sanktionsavgiftens storlek.

Vid bedömningen av sanktionsavgiftens storlek ska även beaktas att Nasdaq Clearing ingår i en koncern med stora ekonomiska resurser. Enligt kammarrätten innebär detta att sanktionsavgiften måste sättas något högre än om bolaget inte var en del av en koncern för att sanktionsavgiften ska få en avskräckande effekt.

Det har inte påståtts att överträdelserna har begåtts av oaktsamhet eller av uppsåt och det har inte heller gjorts gällande att bolaget har gjort någon vinst till följd av överträdelserna. Det är inte heller fråga om upprepade överträdelser.

Nasdaq Clearing har gjort gällande att bolaget har samarbetat med Finansinspektionen i sådan utsträckning att bolaget bör få sanktionslindring. Kammarrätten noterar i detta sammanhang att Nasdaq Clearing

själva upptäckt och anmält konfigurationsfelet till inspektionen samt i denna del bidragit med viss utredning som inspektionen inte själva med lätthet kunnat få fram. Det har dock inte varit fråga om ett samarbete av sådan väsentlig betydelse att detta ska påverka sanktionsavgiftens storlek i förmildrande riktning.

Av Finansinspektionens beslut framgår att inspektionen vid sin bedömning av sanktionsavgiftens storlek särskilt har framhållit den otillåtna risk som Nasdaq Clearing tog inom ramen för sin obeståndshantering när bolaget exponerade sina egna medel för en kredit- och marknadsrisk genom att i strid med regelverket åsidosätta investeringsriktlinjerna i Emir under en inte obetydlig tid. Kammarrätten har dock gjort bedömningen att det av utredningen i målet har kommit fram att det efter oktober 2018 inte fanns någon marknadsrisk i den kvarvarande portföljen. En eventuell kvarvarande kreditrisk får efter den tidpunkten bedömas som marginell. Detta måste påverka sanktionsavgiften i förmildrande riktning.

Vid en sammanvägd bedömning av samtliga omständigheter anser kammarrätten att den sanktionsavgift om 300 miljoner kronor som Finansinspektionen och förvaltningsrätten har fastställt är oproportionerligt hög och därför ska sättas ner till 250 miljoner kronor. Överklagandet ska avslås i övrigt.

HUR MAN ÖVERKLAGAR, se bilaga B (formulär 1).

Christian Groth
lagman
ordförande

Mats Brege Svensson
kammarrättsråd

Sofie Furberg
tf. assessor
referent

Matilda Wärfman
föredragande jurist



**FÖRVALTNINGSRÄTTEN
I STOCKHOLM**

Avdelning 32

DOM
2021-12-22
Meddelad i Stockholm

Mål nr
3651-21

KLAGANDE

Nasdaq Clearing AB, 556383-9058

Ombud: Advokaterna Fredrik Sjövall, Anna Alriksson och Martin Rückel
samt jur.kand. Josefine Träsk

MOTPART

Finansinspektionen

ÖVERKLAGAT BESLUT

Finansinspektionens beslut 2021-01-27, se bilaga 1

SAKEN

Varning och sanktionsavgift enligt lagen om värdepappersmarknaden

FÖRVALTNINGSRÄTTENS AVGÖRANDE

Förvaltningsrätten avslår överklagandet.

Dok.Id 1425604

Postadress	Besöksadress	Telefon	Telefax	Expeditionstid
115 76 Stockholm	Tegeluddsvägen 1	08-561 680 00 E-post: avd32.fst@dom.se www.domstol.se/forvaltningsratten-i-stockholm/	-	måndag–fredag 08:00–16:00

YRKANDEN M.M.

Nasdaq Clearing AB yrkar i första hand att det överklagade beslutet ska upphävas. I andra hand yrkar bolaget att det ska meddelas en anmärkning istället för en varning och att sanktionsavgiften ska sättas ned, i första hand till 0 kr. I tredje hand yrkar bolaget att den av Finansinspektionen beslutade sanktionsavgiften ska sättas ned.

Finansinspektionen anser att överklagandet ska avslås. Finansinspektionen vitsordar Nasdaq Clearings beräkning av Nasdaqkoncernens omsättning. I övrigt vidhåller Finansinspektionen de ställningstaganden och överväganden som har gjorts i det överklagade beslutet.

Förvaltningsrätten har hållit muntlig förhandling. Vid förhandlingen har på Nasdaq Clearings begäran Niclas Egmar och Thomas Laux hörts som vittnen och Tomas Thyblad i egenskap av ställföreträdare för Nasdaq Clearing.

SKÄLEN FÖR AVGÖRANDET

Utgångspunkter för prövningen

Det överklagade beslutet

Tillämpliga bestämmelser anges i det överklagade beslutet.

Målet rör Nasdaq Clearing, som har tillstånd att verka som central motpart enligt Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (Emir). Med anledning av en händelse där en av Nasdaq Clearings clearingmedlemmar hamnade på obestånd, har Finansinspektionen

undersökt Nasdaq Clearings hantering av obeståndssituationen och hur bolaget har levt upp till de organisatoriska krav, allmänna uppföranderegler och regler om försiktighetskrav som finns i Emir. Efter att Nasdaq Clearing hade underrättat Finansinspektionen om att bolaget hade upptäckt ett fel i beräkningen av marginalsäkerheter, inledde Finansinspektionen även en undersökning avseende om bolaget hade brustit när det kontrollerat och följt upp sina beräkningar av marginalsäkerheter och därmed tagit in för lite marginalsäkerheter. Undersökningarna har resulterat i att Finansinspektionen har bedömt att Nasdaq Clearing har överträtt ett antal bestämmelser i Emir och myndigheten har därför fattat beslut om varning och sanktionsavgift.

Legalitetsprincipen

Nasdaq Clearing har anfört att de tillämpliga bestämmelserna i Emir inte är tillräckligt tydliga för att kunna läggas till grund för ett ingripande. Även om Nasdaq Clearing inte har framfört någon uttrycklig invändning mot den aktuella rättsaktens giltighet anser förvaltningsrätten i likhet med Finansinspektionen, att det som Nasdaq Clearing har anfört i denna del aktualiserar frågan om Emirs förenlighet med legalitetsprincipen och därmed dess giltighet. Förvaltningsrätten konstaterar att EU-domstolen har exklusiv behörighet att pröva frågor om en unionsrättsakts giltighet (dom av den 22 oktober 1987, Foto-Frost mot Hauptzollamt Lübeck-Ost, C-314/85, EU:C:1987:452, p. 20). För att kunna ta ställning till om bestämmelserna i Emir är ogiltiga till följd av att de står i strid med legalitetsprincipen krävs därför som utgångspunkt att en nationell domstol inhämtar ett förhandsavgörande från EU-domstolen. En nationell domstol får dock pröva frågan om en unionsakt är giltig och om den finner att de omständigheter som en part åberopar till grund för att rättsakten ska anses ogiltig saknar grund, får den nationella domstolen lämna dessa utan avseende och slå fast att rättsakten är giltig (dom av den 10 januari 2006, IATA och ELFAA, C-

344/04, EU:C:2006:10, p. 29). Förvaltningsrätten anser att det som Nasdaq Clearing har fört fram i fråga om de aktuella bestämmelsernas tydlighet inte innebär att bestämmelserna i Emir står i strid med legalitetsprincipen. Förvaltningsrätten anser därmed att de invändningar som Nasdaq Clearing har framfört i detta avseende saknar grund. Mot denna bakgrund konstaterar förvaltningsrätten att de i målet aktuella unionsrättsakterna är giltiga.

Nasdaq Clearing har med hänvisning till HFD 2020 ref. 28 gjort gällande att de bestämmelser som Finansinspektionen har åberopat behöver vara så tydliga och precisa att det inte kan råda något tvivel vilka krav som ställs på den centrala motparten, för att bestämmelserna ska kunna läggas till grund för ett ingripande. Förvaltningsrätten konstaterar att legalitetsprincipen, som finns fastslagen i 1 kap. 1 § tredje stycket regeringsformen, utgör en grundläggande princip för all offentlig maktutövning. Legalitetsprincipen kommer även till uttryck i 5 § första stycket förvaltningslagen (2017:900). Av den nu nämnda bestämmelsen framgår att en myndighet endast får vidta åtgärder som har stöd i rättsordningen. I förarbetena har bl.a. följande uttalats. Bestämmelsen innebär att det måste finnas någon form av normmässig förankring för all typ av verksamhet som en myndighet bedriver. Exempel på sådant författningsstöd kan vara de allmänna bestämmelserna i lagen eller detaljerad reglering i tillämplig speciallagstiftning. Det kan också vara fråga om allmänna eller särskilda bestämmelser i myndighetens instruktion eller myndighetsförordningen eller i någon annan förordning som regeringen har beslutat. Så kan t.ex. vara fallet i fråga om befogenheten för en myndighet att ingå civilrättsliga avtal eller annars uppträda som privaträttsligt subjekt. Legalitetskravet kan även vara uppfyllt genom ett förvaltningsbeslut, exempelvis om åtgärden har stöd i myndighetens regleringsbrev. Bestämmelsen innebär inte att varje enskild åtgärd som en myndighet vidtar måste ha uttryckligt stöd i en viss lagbestämmelse eller i andra föreskrifter som har meddelats i enlighet med 8 kap. regeringsformen (prop. 2016/17:180 s. 289).

EU-domstolen har i dom av den 28 mars 2017, Rosneft, C-72/15, EU:C:2017:236 uttalat bl.a. följande. Enligt praxis från Europeiska domstolen för de mänskliga rättigheterna avseende artikel 7 i Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna (Europakonventionen), som undertecknades i Rom den 4 november 1950, vilken artikel avser motsvarande rättigheter som de som garanteras i artikel 49 i stadgan, kan lagstiftningsakters ordalydelse, då den med nödvändighet måste vara allmänt hållen, inte vara utformad med absolut precision. Härav följer bland annat att användning av en lagstiftningsteknik där man anger allmänna kategorier snarare än uttömmande förteckningar, ofta medför svåra gränsdragningar av definitionerna. De tvivel som kan uppstå i olika gränsfall innebär emellertid inte i sig att en bestämmelse ska anses vara oförenlig med artikel 7 i nämnda konvention, förutsatt att bestämmelsen anses vara tillräckligt tydligt utformad i de allra flesta fall (se p. 164 och där angivna rättsfall).

Förvaltningsrätten konstaterar att de uttalanden som Högsta förvaltningsdomstolen gjort i HFD 2020 ref. 28 i fråga om lagstiftningens tydlighet och precision, tar sikte på frågan om utformningen av vitesförelägganden. Av avgörandet framgår att det ställs långtgående krav på att det av ett vitesföreläggande ska framgå vad som krävs av adressaten. Möjligheten för en myndighet att formulera konkreta åtgärder beror enligt Högsta förvaltningsdomstolen på hur den aktuella författningsregleringen är utformad. En allmänt hållen lagstiftning utan närmare föreskrifter begränsar därför en myndighets möjligheter att använda vitesförelägganden för att komma till rätta med konstaterade brister. Enligt förvaltningsrättens bedömning kan frågan om vilka krav som ska ställas på lagstiftningens tydlighet och precision vid utformningen av vitesförelägganden, inte läggas till grund för några slutsatser i fråga om vilka krav på lagstiftningens utformning som ska ställas i nu aktuellt avseende. Det ligger i sakens natur att ett vitesföreläggande måste vara mycket precist för att den som

föreläggandet riktas mot ska ha möjlighet att rätta sig efter det.

Förvaltningsrätten anser att legalitetsprincipen varken såsom den har definierats i svensk rätt eller i EU-domstolens praxis uppställer den typ av långtgående tydlighet och precision på lagstiftningens utformning som Högsta förvaltningsdomstolen har gjort i fråga om vitesförelägganden. Mot denna bakgrund anser förvaltningsrätten att de aktuella bestämmelserna i Emir är tillräckligt tydliga för att de ska kunna läggas till grund för ett ingripande mot Nasdaq Clearing.

PFMI-principerna

Finansinspektionen har i det överklagade beslutet hänvisat till Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI-principerna) till stöd för sin tolkning av vissa av bestämmelserna i Emir. Nasdaq Clearing har invänt att PFMI-principerna inte kan läggas till grund för en sanktion bl.a. med hänvisning till att de inte är rättsligt bindande och att det endast är skyldigheter som kan utläsas direkt av Emir som kan läggas till grund för ett ingripande. Finansinspektionen har bl.a. anfört att PFMI-principerna inte har lagts till grund för det överklagade beslutet. Enligt Finansinspektionens uppfattning har principerna dock betydelse för tolkningen av Emir, vilket även framgår av de inledande skälen till Emir. Förvaltningsrätten konstaterar i likhet med Finansinspektionen att det framgår av punkt 90 i de inledande skälen till Emir att förordningen följer PFMI-principerna. Av den nu nämnda punkten framgår vidare att Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) bör beakta principerna och deras framtida utveckling när den utarbetar eller lägger fram förslag till en översyn av de tekniska standarder, såväl som riktlinjer och rekommendationer, som föreskrivs i förordningen. Liknande hänvisningar till PFMI-principerna finns i punkt 2 och 46 i Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 153/2013 av den 19 december 2012 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 med avseende

på tekniska tillsynsstandarder för krav på centrala motparter (RTS 153). Förvaltningsrätten konstaterar att PFMI-principerna inte ensamt kan läggas till grund för ett ingripande mot en central motpart. Ett sådant ingripande förutsätter att en överträdelse av Emir eller något annat av de rättsligt bindande regelverk som reglerar centrala motparters verksamhet kan konstateras. Mot bakgrund av vad som uttalats i de inledande skälen till Emir och RTS 153 anser förvaltningsrätten dock att principerna kan tillmätas betydelse vid tolkningen av Emir. Nasdaq Clearing har även anfört att det förhållandet att principerna inte finns översatta till svenska innebär att de inte kan tillämpas. Förvaltningsrätten konstaterar att tillämpningsområdet för PFMI-principerna är begränsat till att omfatta aktörer med särskilda fackkunskaper inom ett område. Mot denna bakgrund anser förvaltningsrätten att det förhållandet att principerna inte finns översatta till svenska inte utgör något hinder mot att tillämpa dem inom ramen för ett sanktionsförfarande mot en central motpart med anledning av påstådda överträdelser av Emir och RTS 153 (jfr NJA 2019 s. 577 p. 19).

Deltagandekrav

Kravet på tillräckliga ekonomiska medel enligt artikel 37.1 i Emir

Förvaltningsrätten konstaterar att artikel 37.1 i Emir syftar till att säkerställa att clearingmedlemmarna har tillräckliga ekonomiska medel för att fullgöra de skyldigheter som följer av deltagandet i den centrala motparten. Av utredningen i målet framgår att Nasdaq Clearing har tillämpat tre olika medlemskategorier för medlemmar på råvarumarknaden respektive de finansiella marknaderna. Uppdelningen av kriterierna har exempelvis gjorts med hänsyn till om medlemmen har haft rätt att cleara transaktioner endast för egen räkning eller om icke-clearingmedlemmar också har haft rätt att cleara transaktioner genom medlemmen. Indelning har även gjorts utifrån om medlemmen deltagit i clearingen av vissa typer av instrument som

bedömts utsätta den centrala motparten för större risker. Som Nasdaq Clearing har påpekat, anger artikel 37.1 i Emir att den centrala motparten ska fastställa kategorier av clearingmedlemmar. Förvaltningsrätten anser dock att bestämmelsen måste tolkas som att den utöver fastställandet av kategorier även förutsätter att den centrala motparten fastställer kriterier som syftar till att säkerställa att de enskilda clearingmedlemmarna har tillräckliga ekonomiska medel att fullgöra de skyldigheter som följer av deltagandet i den centrala motparten. Enligt förvaltningsrättens uppfattning förutsätter detta att kriterierna möjliggör en individuell bedömning av behovet av ekonomiska medel hos en clearingmedlem. Även princip 18 i PFMI talar för att artikel 37.1 i Emir ska uppfattas som att den ställer krav på att den centrala motparten ska ha ett sådant individualiserat riskbaserat förhållningssätt i förhållande till sina medlemmar. Förvaltningsrätten konstaterar att den kategoriindelning som Nasdaq Clearing har tillämpat bygger på en generell riskbedömning av olika medlemskategorier. En sådan uppdelning kan i och för sig fungera som utgångspunkt för bedömningen av om en clearingmedlem i det enskilda fallet har tillräckliga ekonomiska medel för att fullgöra sina skyldigheter. En generell uppdelning på tre olika medlemskategorier med olika kapitalkrav för råvarumarknaden respektive de finansiella marknaderna kan dock enligt förvaltningsrättens bedömning inte anses tillräcklig för att säkerställa att en enskild medlem har tillräckliga ekonomiska medel för att kunna fullgöra de skyldigheter som följer av deltagandet i den centrala motparten. Förvaltningsrätten anser således att de deltagandekrav som Nasdaq Clearing tillämpade vid tidpunkten för Finansinspektionens undersökning inte säkerställde att medlemmarna hade tillräckliga ekonomiska medel och att Nasdaq Clearing därmed har överträtt artikel 37.1 i Emir.

Kravet på regler om rutiner som är tillräckligt effektiva för att säkerställa kraven på operativ förmåga enligt artikel 26.2 i Emir

Förvaltningsrätten konstaterar att det följer av artikel 26.2 och 37.1 i Emir att den centrala motparten ska införa regler och rutiner i fråga om clearingmedlemmarnas operativa förmåga. Nasdaq Clearing har anfört att detta krav har varit uppfyllt genom att bolaget hade antagit clearingregler, en kreditriskpolicy samt en stor mängd interna rutiner, riktlinjer, checklistor och instruktioner för att säkerställa efterlevnaden av Emir.

Förvaltningsrätten anser i likhet med Finansinspektionen att de krav på operativ förmåga i clearingreglerna som Nasdaq Clearing har hänvisat till har varit för oprecisa för att bolaget ska anses ha ställt upp krav på operativ förmåga hos sina medlemmar. Förvaltningsrätten anser därför att Nasdaq Clearing har överträtt artikel 26.2 i Emir.

Kravet på transparens enligt artikel 37.1 i Emir

Förvaltningsrätten instämmer i Finansinspektionens bedömning att Nasdaq Clearings deltagandekrav avseende operativ förmåga har varit för vaga och allmänt hållna för att kunna leva upp till kravet på transparens enligt artikel 37.1 i Emir.

Finansinspektionen har även bedömt att Nasdaq Clearing har agerat i strid med artikel 37.1 i Emir eftersom det inte har framgått av tillträdeskraven att fysiska personer har accepterats som medlemmar. Nasdaq Clearing har bl.a. fört fram att det framgick indirekt av clearingreglerna att fysiska personer kunde vara medlemmar och att det var allmänt känt att bolaget hade en fysisk person som medlem, vilket även framgick av informationen på bolagets hemsida. Förvaltningsrätten anser, i likhet med Finansinspektionen, att det måste beaktas att fysiska personer endast i rena undantagsfall bör förekomma som clearingmedlemmar och att fysiska personers medlemskap

normalt sett är förenade med större risker jämfört med juridiska personers medlemskap. Detta förhållande talar enligt förvaltningsrättens bedömning starkt för att om en central motpart accepterar fysiska personer som medlemmar, måste detta uttryckligen framgå av tillträdeskraven. Det kan således inte vara tillräckligt att, såsom Nasdaq Clearing har gjort gällande, låta detta framgå indirekt av clearingreglerna eller genom information på den centrala motpartens hemsida. Mot denna bakgrund anser förvaltningsrätten att Nasdaq Clearing inte har uppfyllt kravet enligt artikel 37.1 i Emir på att deltagandekraven ska vara transparenta.

Kravet på löpande övervakning enligt artikel 37.2 i Emir

Förvaltningsrätten konstaterar inledningsvis, i likhet med Nasdaq Clearing, att kravet på löpande övervakning enligt artikel 37.2 i Emir är allmänt formulerat och att det saknas rättsligt bindande bestämmelser som närmare anger hur den löpande övervakningen ska genomföras. Detta talar i och för sig för att en central motpart får anses ha ett förhållandevis stort utrymme att själv avgöra hur den löpande övervakningen ska genomföras. Nasdaq Clearing har anfört att dess övervakning av medlemmarna har omfattat bevakning av att medlemmarna fullgjort den dagliga avvecklingen av positioner, ställt marginalsäkerhetskrav i tid, fullgjort leveransskyldigheter och betalat in sina bidrag till obeståndsfonden. Denna löpande bevakning har, enligt Nasdaq Clearings uppfattning, gett en mycket god inblick i medlemmarnas förmåga att leva upp till deltagandekraven.

Förvaltningsrätten anser emellertid att frågan om hur den löpande kontrollen av efterlevnaden av deltagandekrav utformas måste särskiljas från hur den dagliga övervakningen av medlemmarna genomförs. Förvaltningsrätten anser att det tydligt framgår av artikel 37.2 i Emir att den löpande kontroll som ska göras specifikt avser de deltagandekrav som följer av artikel 37.1 i Emir. Förvaltningsrätten konstaterar att de kontroller som Nasdaq Clearing har gjort inom ramen för den dagliga övervakningen av sina medlemmar i

och för sig kan ha betydelse även för den kontroll av medlemmarna som ska göras enligt artikel 37.2 i Emir. Den dagliga övervakningen kan dock enligt förvaltningsrättens bedömning inte ersätta den löpande kontroll av deltagandekraven som följer av artikel 37.2 i Emir. Därtill konstaterar förvaltningsrätten, i likhet med Finansinspektionen, att den dagliga övervakning som Nasdaq Clearing har hänvisat till har avsett clearingmedlemmarnas ekonomiska förmåga. I likhet med Finansinspektionen konstaterar förvaltningsrätten att någon kontroll av medlemmarnas operativa förmåga inte har gjorts inom ramen för den dagliga övervakningen. Mot denna bakgrund anser förvaltningsrätten att Nasdaq Clearing har överträtt artikel 37.2 i Emir genom att inte löpande kontrollera att deltagandekraven enligt artikel 37.1 i Emir efterlevs.

Kravet på årlig övervakning enligt artikel 37.2 i Emir

Av artikel 37.2 i Emir framgår att den omfattande genomgång som den centrala motparten ska göra minst en gång årligen ska innefatta clearingmedlemmarnas efterlevnad av samtliga de deltagandekrav som följer av artikel 37.1 i Emir. Det är ostridigt att någon genomgång av medlemmarnas operativa förmåga inte har gjorts i nu aktuellt avseende. Nasdaq Clearing har anfört att bolaget har gjort en genomgång av medlemmarnas ekonomiska förmåga utifrån deras årsredovisningar. Nasdaq Clearing har bl.a. anfört att årsredovisningar ger en tillförlitlig bild av ett företags finansiella ställning då upprättandet följer ett formaliserat förfarande och där redovisningen dessutom granskats av en oberoende revisor. Vidare har Nasdaq Clearing anfört att om årsredovisningen i det enskilda fallet skulle ha varit inaktuell, har Nasdaq Clearing haft rätt att begära in ytterligare uppgifter från medlemmen. Förvaltningsrätten konstaterar att en granskning av medlemmarnas årsredovisningar kan ingå som ett led i den årliga genomgång som ska göras enligt artikel 37.2 i Emir. Enligt den nu nämnda bestämmelsen är det dock ett uttryckligt krav att

genomgången ska vara omfattande. Mot denna bakgrund anser förvaltningsrätten att det inte kan vara tillräckligt att uteslutande basera genomgången på medlemmarnas årsredovisningar. Förvaltningsrätten anser därför att bolaget har överträtt artikel 37.2 i Emir i nu aktuellt avseende.

Artikel 21-översynen

Nasdaq Clearing har anfört att Finansinspektionen har granskat dess deltagandekrav inom ramen för sin artikel 21-översyn av bolaget år 2015 och 2018. Vidare har bolaget anfört bl.a. följande. Samma deltagandekrav som Finansinspektionen har granskat i det överklagade beslutet var föremål för myndighetens granskning i samband med artikel 21-översynen. Finansinspektionen bedömde i samband med den nu nämnda översynen att Nasdaq Clearings deltagandekrav varit förenliga med Emir. Det skedde inte någon förändring av deltagandekraven mellan artikel 21-översynen år 2018 och den granskning som har legat till grund för det överklagade beslutet. Det är därför tydligt att Finansinspektionens slutsatser i det överklagade beslutet ger uttryck för en annan tolkning av artikel 37 i Emir än den som låg till grund för myndighetens bedömning inom ramen för artikel 21-översynen.

Finansinspektionen har anfört bl.a. följande. Några slutliga ställningstaganden i fråga om den centrala motpartens efterlevnad av Emir görs inte inom ramen för en översyn enligt artikel 21 i Emir. Den årliga utvärderingen enligt artikel 21 är inte heltäckande och behöver i regel avgränsas på ett eller annat sätt. Den översyn som Finansinspektionen genomförde enligt artikel 21 i Emir har alltså inte utgjort något hinder mot att Finansinspektionen vid ett senare skede genomför en undersökning och ingriper mot Nasdaq Clearing avseende brister i deltagandekraven.

Förvaltningsrätten anser i likhet med Finansinspektionen att den omständigheten att den s.k. artikel 21-översynen inte föranledde några anmärkningar från Finansinspektionen i fråga om Nasdaq Clearings deltagandekrav, inte innebär att det har funnits något hinder mot Finansinspektionen att fatta det nu överklagade beslutet. Det som bolaget har anfört om artikel 21-översynen innebär därför inte att det finns anledning för förvaltningsrätten att göra någon annan bedömning i fråga om bristerna i bolagets deltagandekrav.

Obeståndshantering

Överträdelse av investeringsförbudet i artikel 47 i Emir

Av utredningen i målet framgår bl.a. följande. Den 11 september 2018 förklarade Nasdaq Clearing att en av dess medlemmar var på obestånd. Den medlem som hade hamnat på obestånd hade en portfölj som innehöll ett stort antal derivatkontrakt. Med anledning av obeståndshändelsen behövde risken i obeståndsmedlemmens portfölj hanteras. Detta gjordes genom att Nasdaq Clearing anordnade ett auktionsförfarande. Det som auktionerades ut var ett erbjudande om att ingå kontrakt som speglade risken i obeståndsportföljen. Denna s.k. auktionsportfölj skapade Nasdaq Clearing genom att ta positioner i derivat med samma underliggande tillgångar som i obeståndsportföljen men där marknadsrisken gick i motsatt riktning. Auktionsportföljen var trots detta inte helt identisk med obeståndsportföljen. Den auktionsdeltagare som krävde minst i ersättning för att ingå kontrakten, vann auktionen. Efter att auktionsförfarandet hade avslutats, registrerades de aktuella kontrakten dels på auktionsvinnarens clearingkonto, dels på obeståndsmedlemmens clearingkonto. På obeståndsmedlemmens clearingkonto fanns därmed de kontrakt som medlemmen haft vid tidpunkten för obeståndshändelsen och de spegelkontrakt som varit föremål för auktionsförfarandet. Efter att auktionsförfarandet avslutats gjorde

Nasdaq Clearing ett antal mindre justeringar av innehållet i den kvarvarande portföljen. Obeståndportföljen och spegelkontrakten överlät Nasdaq Clearing till tredje part i juni 2019.

Överträdelse av investeringsförbudet enligt artikel 47.1 i Emir

Nasdaq Clearing har anfört att derivatkontrakt i och för sig är ett sådant finansiellt instrument som artikel 47 i Emir kan vara tillämplig på. Nasdaq Clearing har emellertid invänt att bolaget inte har investerat sina egna medel i derivatkontrakt och att varken artikel 47.1 i Emir eller dess undantag i p.1 i bilaga II till RTS 153 av den anledningen är tillämpliga på de åtgärder som bolaget vidtog inom ramen för obeståndsförfarandet. Nasdaq Clearing har anfört att de kontrakt som ingicks inom ramen för auktionsförfarandet var mellan den fallerade medlemmen och auktionsvinnaren och att Nasdaq Clearing således inte ingick några kontrakt för egen del. Förvaltningsrätten konstaterar att de aktuella derivatkontrakten ingicks inom ramen för ett obeståndsförfarande där den fallerade medlemmen saknade inflytande över de investeringsbeslut som Nasdaq Clearing fattade. Vidare konstaterar förvaltningsrätten att derivatkontrakten placerats på ett obeståndskonto som Nasdaq Clearing hade ensam rådighet över. Nasdaq Clearing har även efter auktionsförfarandet gjort vissa justeringar i obeståndsportföljen. Även om dessa justeringar har omfattat en begränsad del av det totala innehavet i obeståndsportföljen, anser förvaltningsrätten att de talar för att det är Nasdaq Clearing som efter obeståndshändelsen har fattat de investeringsbeslut som har varit hänförliga till obeståndsportföljen. Mot denna bakgrund anser förvaltningsrätten att det aktuella förfarandet har utgjort en sådan investering som omfattas av artikel 47.1 i Emir.

Nasdaq Clearing har även gjort gällande att det inte har varit fråga om några investeringar eftersom med sådana avses placeringar som syftar till att uppnå avkastning, vilket det inte har varit fråga om i det aktuella fallet.

Förvaltningsrätten konstaterar dock, i likhet med Finansinspektionen, att begreppet investering i artikel 47.1 i Emir inte kan vara begränsat till att avse placeringar som syftar till att uppnå avkastning. Den reglering avseende derivatkontrakt som återfinns i artikel 2 i bilaga II till RTS 153, tar sikte på centrala motparters användning av derivat (se punkt 47 i de inledande skälen till RTS 153). Dessutom tar de undantagssituationer som anges i artikel 2 i bilaga II till RTS 153, då användandet av derivatkontrakt är tillåtet, sikte på centrala motparters obeståndshantering och hantering av likviditetsrisker. Även detta talar mot att regleringen är begränsad till att avse sådana placeringar som syftar till att uppnå avkastning.

Förvaltningsrätten anser därför att artikel 47.1 i Emir och artikel 2 a i bilaga II till RTS 153 är tillämpliga på de derivatkontrakt som Nasdaq Clearing ingick inom ramen för obeståndshanteringen.

Av artikel 2 a i bilaga II till RTS 153 framgår att den centrala motparten får ingå derivatkontrakt för att säkra en portfölj hos en clearingmedlem på obestånd, som ett led i den centrala motpartens förfarande vid obestånd. Som Finansinspektionen har anfört, har Nasdaq Clearings användning av derivatkontrakt varit tillåten inom ramen för den akuta obeståndshanteringen. Det är emellertid utrett att Nasdaq Clearing behållit de aktuella derivatkontrakten under nio månaders tid. Det har inte framkommit att bolaget skulle ha varit förhindrat att överlåta kontrakten vid en tidigare tidpunkt. Det har inte heller i övrigt framkommit att Nasdaq Clearing har haft något sakligt godtagbart skäl att behålla kontrakten under hela den aktuella perioden. Enligt förvaltningsrättens bedömning har tidsperioden på nio månader klart överstigit den tid som har varit nödvändig för att säkra portföljen med anledning av den aktuella clearingmedlemmens obestånd. Mot denna bakgrund anser förvaltningsrätten att Nasdaq Clearing har överträtt investeringsförbudet i artikel 47.1 i Emir.

Förekomsten av marknads- och likviditetsrisk

Förvaltningsrätten anser i likhet med Finansinspektionen att det förfarande som Nasdaq Clearing använde sig av för att hantera risken i obeståndsportföljen medförde att Nasdaq Clearing var exponerat för marknadsrörelser i spegelportföljen och i obeståndsportföljen. Nasdaq Clearing har emellertid invänt att det inte har funnits någon marknads- eller likviditetsrisk i den kvarvarande portföljen. Vidare har Nasdaq Clearing i denna del anfört bl.a. följande. Den kvarvarande portföljen var efter obeståndshanteringen fullständigt säkrad, då positionerna inte var förknippade med någon marknads- eller kreditrisk. Kontrakten i den kvarvarande portföljen var fullständigt matchade av spegelkontrakt. Det fanns därför inte någon risk p.g.a. marknadens prISRörelser. Så länge innehavaren av den fallerade medlemmens kontrakt och spegelkontrakt inte handlar med dem, kan någon förlust inte uppstå. Innehavaren löper därmed inte någon marknadsrisk. Den kvarvarande portföljen skulle alltså kunna lagrhållas till dess att kontrakten löpte ut och portföljen försvann. Nasdaq Clearing bestrider att de derivatpositioner som fanns i auktionsportföljen inte alltid hade samma underliggande tillgångar som dem som låg i obeståndsportföljen. Matchningen har med ett undantag gjorts med kontrakt med samma underliggande tillgång, samma mängd megawatt och samma tidsperiod. Undantaget, där kontrakt med delvis annan tillgång användes, avsåg endast ca 2 procent av nettopositionen och motsvarade cirka 0,2 procent av riskexponeringen. Denna försumbara risk stängdes genom de åtgärder som vidtogs den 18 september 2018. Det marginalsäkerhetskrav som ställdes var inte grundat i en bedömning att det förelåg en marknadsrisk. Varken den begränsade kassaflödesmatchningen som fanns i portföljen eller den temporära brist som skulle kunna uppkomma under åren 2025–2026 innebar någon likviditetsrisk. Då det inte heller fanns någon annan risk för att negativa konsekvenser skulle uppkomma p.g.a. några

okända framtida händelser fanns med andra ord ingen likviditetsrisk i den kvarvarande portföljen.

Förvaltningsrätten konstaterar att det framgår av den rapport från konsultfirman Oliver Wyman som Nasdaq Clearing har hänvisat till, att kontrakten i den kvarvarande portföljen varit helt matchade om portföljen hade behållits till aktuella förfallodagar. Även om rapporten således ger stöd för att marknads- och likviditetsrisken hade varit helt neutraliserad vid kontraktens förfallodagar, anser förvaltningsrätten att det inte har framkommit att så skulle ha varit fallet även under kontraktens löptid. Det är utrett att Nasdaq Clearing har överlåtit kontrakten innan de löpte ut och det är även utrett att samtliga kontrakt skulle ha löpt ut först den 1 januari 2027. I likhet med Finansinspektionen konstaterar förvaltningsrätten att det ur ett regelefterlevnadsperspektiv inte hade varit möjligt för Nasdaq Clearing att behålla kontrakten under så lång tid. Förvaltningsrätten konstaterar att portföljen har bestått av olika kontraktstyper, med olika villkor för avveckling, och att marknadsvärdet för de olika kontraktstyperna kan variera. Mot denna bakgrund anser förvaltningsrätten att det är utrett att det har funnits en marknads- och likviditetsrisk i den kvarvarande portföljen.

Krav på professionellt agerande enligt artikel 36.1 i Emir

Av utredningen i målet framgår bl.a. följande. Nasdaq Clearing har med anledning av den i målet aktuella obeståndshändelsen publicerat två pressmeddelanden, den 12 september 2018 respektive den 19 september 2018. I det första pressmeddelandet beskrevs obeståndsportföljen bl.a. som ”closed-out” och ”fully contained”.

Finansinspektionen har gjort gällande att Nasdaq Clearings formuleringar i pressmeddelandena förmedlat en bild av att en avveckling och avyttring av positionerna hade skett trots att så inte var fallet. Av utredningen i målet

framgår att portföljen i en tidningsartikel beskrivits som ”tvångssåld”. Vidare har Niclas Egmar i vittnesförhör uppgett att han uppfattade obeståndsportföljen som ”såld och klar”. Förvaltningsrätten konstaterar att utredningen i denna del således ger stöd för Finansinspektionens uppfattning att formuleringarna i pressmeddelandena förmedlar budskapet av att portföljen var såld. Samtidigt har Thomas Laux uppgett att han uppfattade formuleringarna som att Nasdaq Clearing hade överfört risken i portföljen, vilket hade skett i samband med auktionen och att formuleringarna inte utesluter att det fanns kvarvarande transaktioner som Nasdaq Clearing behövde hantera. Förvaltningsrätten konstaterar att utredningen inte ger något entydigt stöd för att formuleringarna ska uppfattas som att det varit fråga om en försäljning av innehavet. Inte heller formuleringarnas ordalydelse talar enligt förvaltningsrättens bedömning för att det hade skett en försäljning av innehavet i strikt bemärkelse. Däremot anser förvaltningsrätten att både formuleringarnas ordalydelse och det som framkommit i utredningen om hur pressmeddelandena uppfattades, starkt talar för att de förmedlade ett budskap om att risken i obeståndsportföljen på något sätt skulle ha varit slutligt hanterad. Det är utrett att det vid den tidpunkt då pressmeddelandena publicerades fanns en kvarvarande risk i portföljen. Förvaltningsrätten anser därför att Nasdaq Clearing till följd av formuleringarna i pressmeddelandena har överträtt artikel 36.1 i Emir.

Konfigurationsfelet

Felet i beräkningsmodellen för marginalsäkerheter

Det är ostridigt att det har förelegat ett fel i Nasdaq Clearings beräkningsmodell för marginalsäkerheter som inneburit att bolaget tagit in för lite marginalsäkerheter i förhållande till vad bolaget avsett att ta in för vissa medlemmar. Det är vidare ostridigt att felet inneburit att Nasdaq

Clearing den 26 november 2018 tog in cirka 50 miljoner euro för lite i marginalsäkerheter från medlemmarna på råvarumarknaden.

Nasdaq Clearing har bestridit att configurationsfelet har inneburit att bolaget inte tagit in tillräckliga marginalsäkerheter enligt artikel 41.1 i Emir. Nasdaq Clearing har i denna del anfört bl.a. följande. Enligt artikel 41.1 i Emir och RTS 153 gäller att den centrala motparten ska begära in säkerheter som är tillräckliga för att vid varje given tidpunkt under de kommande två dagarna fram till en tänkt likvidering täcka minst 99,0 procent, i Nasdaq Clearings fall 99,2 procent, av de kursförändringar över två dagar som inträffat under det senaste året beräknat för alla portföljer på individuell basis. Det är bara om Nasdaq Clearing underlåter att göra detta, som bolaget bryter mot artikel 41.1 i Emir och bestämmelserna i RTS 153. Nasdaq Clearings SPAN-modell innehåller ett större mått av konservatism, vilket gör att de marginalsäkerhetskrav som beräknas blir klart större än vad som följer enbart av lagstiftarens krav. Finansinspektionen har anfört att prövningen ska utgå från Nasdaq Clearings beräkning vid tidpunkten för configurationsfelet och då hade Nasdaq Clearing fastställt nivån på konfidensintervallet till 99,5 procent. Det innebär att Finansinspektionen i det överklagade beslutet inte har tagit ställning till en annan nivå på marginalsäkerheterna än den som Finansinspektionen anser följer av artikel 41 i Emir, dvs. det konfidensintervall som Nasdaq Clearing har fastställt om 99,5 procent.

Förvaltningsrätten konstaterar att det framgår av ordalydelsen av artikel 41.1 i Emir att de marginalsäkerheter som de centrala motparterna ska kräva och driva in från sina clearingmedlemmar, ska vara tillräckliga för att täcka eventuella exponeringar som den centrala motparten beräknar skulle kunna föreligga tills motsvarande positioner avvecklas. Artikelns ordalydelse talar således för att det är den centrala motpartens beräkning av exponeringarna som ska fungera som utgångspunkt för fastställandet av kravet på

marginalsäkerheter. Kravet enligt artikel 41.1 i Emir på att marginalsäkerheterna ska täcka minst 99 procent av exponeringsrörelserna får således betraktas som ett minimikrav på den centrala motpartens marginalsäkerheter som alltid måste tillgodoses genom de beräkningar som den centrala motparten gör. Därutöver konstaterar förvaltningsrätten att det enligt artikel 41.2 i Emir är ett krav att den centrala motparten tillämpar modeller och parametrar för fastställandet av marginalsäkerheter. Enligt artikel 41.2 i Emir är det även ett krav att modellerna och parametrarna godkänns av den behöriga myndigheten. Förvaltningsrätten anser att även detta talar för att syftet med den aktuella regleringen är att kravet på marginalsäkerheter ska utgå från de beräkningar som den centrala motparten gör. Av utredningen i målet framgår att Nasdaq Clearing den 26 november 2018, som en följd av det aktuella konfigurationsfelet, tog in cirka 50 miljoner euro för lite i marginalsäkerheter i förhållande till den beräkningsmodell som bolaget tillämpade. Förvaltningsrätten anser därför att Nasdaq Clearing har överträtt artikel 41.1 i Emir.

Otillräckliga styrformer, regler och rutiner

Nasdaq Clearing har i denna del invänt att artikel 26 i Emir utgör en allmän bestämmelse som tar sikte på hur den centrala motparten organiserar sin verksamhet och som ålägger den centrala motparten att ha effektiva regler och rutiner för att säkerställa att regelverket följs. Enligt Nasdaq Clearings uppfattning går det därför inte utan vidare att säga att bolaget har brutit mot artikel 26 i Emir till följd av att det har uppkommit ett kalibreringsfel i beräkningsmodellen. Förvaltningsrätten konstaterar att artikel 26.1 och artikel 26.2 i Emir innehåller allmänna bestämmelser i fråga om organisatoriska krav för centrala motparter respektive införandet av regler och rutiner för efterlevnaden av Emir och att ingen av artiklarna således handlar specifikt om riskmodellering. Förvaltningsrätten anser dock att kravet på att kräva in och driva in rätt marginalsäkerheter från

clearingmedlemmarna är av grundläggande och central betydelse för den centrala motpartens verksamhet och att det därför får anses följa av artikel 26.1 och 26.2 i Emir att den centrala motparten ska ha stabila styrformer för att säkerställa att beräkningarna av marginalsäkerheter blir korrekta samt att den centrala motparten inför tillräckligt effektiva regler och rutiner i detta avseende. Förvaltningsrätten anser även att en förutsättning för att en central motparts regler och rutiner ska uppfylla kravet på tillräcklig effektivitet är att de finns dokumenterade skriftligt.

Nasdaq Clearing har bl.a. anfört att bolaget vid den tidpunkt då det aktuella konfigurationsfelet inträffade, tillämpade en rutin som innebar att två personer skulle kontrollera att kalibreringen av beräkningsmodellen var korrekt. Förvaltningsrätten konstaterar att denna rutin inte har dokumenterats skriftligt samt att rutinen inte har varit tillräcklig för att upptäcka felet. Det är vidare utrett att felet inte upptäcktes inom ramen för den s.k. backtestingen och att felet förelåg under flera års tid utan att det upptäcktes. Nasdaq Clearing har bl.a. anfört att för det fall felet i beräkningsmodellen hade haft väsentlig effekt på marginalsäkerhetskraven, skulle det ha uppräcits inom ramen för de känslighetsanalyser som bolaget har genomfört. Förvaltningsrätten konstaterar emellertid att även om det aktuella beräkningsfelet specifikt har varit hänförligt till elcertifikat, har det medfört att Nasdaq Clearing tagit in för lite i marginalsäkerheter från vissa av sina medlemmar. Mot denna bakgrund anser förvaltningsrätten att Nasdaq Clearing inte har haft tillfredsställande metoder och rutiner för att förhindra att konfigurationsfelet uppstod och att bolaget därmed inte har levt upp till de krav som följer av artikel 26.1 och 26.2 i Emir i nu aktuellt avseende.

Ingripande

Överträdelserna motiverar ett ingripande

Förvaltningsrätten anser att de konstaterade överträdelserna inte kan betraktas som ringa eller ursäktliga. Nasdaq Clearing har anfört att det finns förutsättningar att avstå från ett ingripande med hänvisning till att bolaget har vidtagit rättelse. Av utredningen i målet framgår att Nasdaq Clearing visserligen i stort har åtgärdat de brister som Finansinspektionen har bedömt föreligga. Överträdelsernas allvar är en sådan omständighet som bör avgöra om det faktum att företaget gjort rättelse ska föranleda att Finansinspektionen avstår från ingripande eller inte (se prop. 2006/07:115 s. 500). Förvaltningsrätten konstaterar att bristerna har rört centrala delar i det regelverk som styr en central motparts verksamhet. Med hänsyn till detta anser förvaltningsrätten att de rättelser som Nasdaq Clearing har vidtagit inte utgör skäl att avstå från ingripande.

Valet av sanktion

Vid valet av sanktion ska hänsyn tas till hur allvarliga överträdelserna är och hur länge de har pågått. Särskild hänsyn ska tas till överträdelsens art, överträdelsens konkreta och potentiella effekter på det finansiella systemet, skador som uppstått och graden av ansvar.

Av EU-domstolens praxis framgår att det inom ramen för prövningen av om en sanktion är att betrakta som proportionerlig ska beaktas de risker som överträdelsen kan medföra för skyddet för de intressen som den aktuella lagstiftningen syftar till att skydda (jfr dom av den 26 november 2015, Total Waste Recycling, C-487/14, EU:C:2015:780, punkt 55, och dom av den 9 juni 2016, Nutrivet, C-69/15, EU:C:2016:425, punkt 53). I förevarande fall ska således skyddet för den finansiella stabiliteten särskilt beaktas i

bedömningen av en sanktions proportionalitet. Vidare ska sanktionernas stränghet vara anpassad till hur allvarliga de överträdelser som beivras är och särskilt säkerställa att sanktionerna har en avskräckande verkan samtidigt som proportionalitetsprincipen iakttas (se bl.a. dom av den 9 november 2016, C-42/15, Home Credit Slovakia, EU:C:2016:842, punkt 63 och dom av den 27 mars 2014, LCL Le Crédit Lyonnais, C-565/12, EU:C:2014:190, punkt 45).

Förvaltningsrätten instämmer i Finansinspektionens bedömning att de aktuella överträdelserna är av sådant slag att de kan ha betydelse för stabiliteten i det finansiella systemet och att det mot denna bakgrund finns skäl att meddela Nasdaq Clearing en varning. Mot denna bakgrund kan en ren varning inte anses vara en tillräcklig reprimand (jfr prop. 2006/07:115 s. 639). Förvaltningsrätten anser således att det med hänsyn till överträdelsernas allvar finns skäl att förena varningen med en sanktionsavgift. En sådan sanktion är enligt förvaltningsrättens bedömning att betrakta både som proportionerlig och nödvändig i förhållande till allvaret i överträdelserna.

Fastställande av taket för sanktionsavgiften

Nasdaq Clearing har anfört att Finansinspektionen tillämpat 25 kap. 9 § första stycket andra punkten lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden felaktigt genom att fastställa den högsta möjliga sanktionsavgiften i enlighet med Nasdaqkoncernens hela omsättning. Nasdaq Clearing har bl.a. anfört att syftet med den aktuella regleringen är att omsättningen på koncernnivå ska kunna beaktas för det fall den relevanta verksamheten bedrivs av flera olika juridiska personer i samma koncern, vilket inte är fallet med clearingverksamheten i Nasdaq Clearing. Förvaltningsrätten anser dock att ordalydelsen av 25 kap. 9 § första stycket andra punkten lagen om värdepappersmarknaden måste uppfattas som att den högsta

sanktionsavgiften alltid ska bestämmas med utgångspunkt i koncernens omsättning för det fall den juridiska person som sanktionen riktas mot ingår i en koncern (jfr även prop. 2016/17:162 s. 598). Detta synsätt ligger även i linje med ordalydelsen i artikel 70.6 f i Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU, som 25 kap. 9 § första stycket andra punkten lagen om värdepappersmarknaden genomför. Förvaltningsrätten konstaterar, i likhet med Nasdaq Clearing, att direktiv 2014/65/EU avser bank- och försäkringsverksamhet, men inte clearingverksamhet. Enligt förvaltningsrättens bedömning kan detta förhållande emellertid inte påverka fastställandet av den högsta sanktionsavgiften. Förvaltningsrätten konstaterar att det följer av artikel 22.3 i Emir att det är medlemsstaterna som i enlighet med sin nationella lagstiftning ska se till att lämpliga administrativa åtgärder kan vidtas om Emir inte efterlevs. Det har således inte funnit något hinder mot att göra sanktionsbestämmelserna i lagen om värdepappersmarknaden tillämpliga även vid överträdelser av Emir. Mot denna bakgrund anser förvaltningsrätten att taket för sanktionsavgiften ska fastställas utifrån Nasdaqkoncernens omsättning.

Det är ostridigt att överträdelsen hänförlig till otillräckliga styrformer, regler och rutiner i relation till konfigurationsfelet, inträffade innan den nu gällande lagstiftningen om fastställande av taket för sanktionsavgiften trädde i kraft. Parterna är vidare överens om att det är 25 kap. 9 § lagen om värdepappersmarknaden i dess lydelse före den 1 augusti 2017 som är tillämplig på den nu nämnda överträdelsen. Enligt den då aktuella lydelsen ska den högsta möjliga sanktionsavgiften bestämmas till tio procent av Nasdaq Clearings omsättning. Något utrymme att beakta omsättningen på koncernnivå finns således inte i denna del. Förvaltningsrätten konstaterar emellertid att den nu aktuella överträdelsen utgör en begränsad del av de samtliga överträdelser som ligger till grund för det överklagade beslutet. Att

koncernomsättningen inte ska beaktas beträffande överträdelsen hänförlig till otillräckliga styrformer regler och rutiner i relation till konfigurationsfelet, medför därför enligt förvaltningsrättens bedömning inte att det finns skäl att beräkna den sammanlagda sanktionsavgiften på annat sätt än vad Finansinspektionen har gjort.

Nasdaq Clearing har invänt mot Finansinspektionens beräkning av Nasdaqkoncernens omsättning och anført att Nasdaq Inc:s totala globala koncernomsättning för räkenskapsåret 2019 uppgick till 2,535 miljarder amerikanska dollar. Finansinspektionen har vitsordat det aktuella beloppet. Förvaltningsrätten finner inte skäl att göra någon annan bedömning i fråga om att taket för sanktionsavgiften ska bestämmas med utgångspunkt i det nu nämnda beloppet. Sanktionsavgiften ska således bestämmas till lägst 5 000 kronor och högst tio procent av 2,535 miljarder amerikanska dollar.

Sanktionsavgiftens storlek

Förvaltningsrätten anser att det förhållandet att den högsta möjliga sanktionsavgiften nu uppgår till ett lägre belopp jämfört med vad som var fallet vid Finansinspektionens prövning, inte i sig medför att det finns anledning att bestämma sanktionsavgiften till ett lägre belopp än vad Finansinspektionen har gjort. Förvaltningsrätten gör inte heller i övrigt någon annan bedömning än den som Finansinspektionen har gjort i fråga om sanktionsavgiftens storlek.

Slutsats

Förvaltningsrätten anser således att Finansinspektionen har haft fog för sitt beslut om varning och sanktionsavgift. Överklagandet ska därför avslås.

HUR MAN ÖVERKLAGAR

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

Håkan Åberg
Chefsrådman

Anna Björklund
Rådman

Nämndemännen Roland Gustafsson, Anne Källman och Rickard Olseke har också deltagit i avgörandet.

Förvaltningsrättsfiskalen Andreas Thörnroos har föredragit målet.

2021-01-26

B E S L U T

Nasdaq Clearing Aktiebolag
genom styrelsens ordförande
105 78 Stockholm

FI Dnr 18-23053
FI Dnr 18-23054
FI Dnr 18-24342
Delgivning nr 1



Varning och sanktionsavgift

Finansinspektionens beslut (att meddelas den 27 januari 2021 kl. 08.00)

1. Finansinspektionen ger Nasdaq Clearing Aktiebolag (556383-9058) en varning.

(25 kap. 1 § lagen [2007:528] om värdepappersmarknaden)

2. Nasdaq Clearing Aktiebolag ska betala en sanktionsavgift på 300 000 000 kronor.

(25 kap. 8 § lagen om värdepappersmarknaden)

Hur man överklagar, se *bilaga 1*.

Sammanfattning

Nasdaq Clearing Aktiebolag (Nasdaq Clearing eller företaget) är en clearingorganisation som har tillstånd att verka som central motpart enligt Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (Emir). En central motpart fungerar som en slags intermediär på värdepappersmarknaden och träder in som köpare till varje säljare och som säljare till varje köpare i alla kontrakt som den clearar. Med tanke på den koncentration av motpartsrisk som uppstår hos centrala motparter betraktas dessa som systemviktiga. För denna typ av verksamhet gäller därför strikta regler, främst genom Emir.

Med anledning av att en av Nasdaq Clearings clearingmedlemmar förklarades vara på obestånd den 11 september 2018 har Finansinspektionen undersökt Nasdaq Clearings hantering av obeståndssituationen och hur företaget har levt upp till de organisatoriska krav, allmänna uppföranderegler och regler om

försiktighetskrav som finns i Emir. Efter att Nasdaq Clearing underrättat Finansinspektionen om att företaget funnit felaktigheter i sin beräkning av så kallade marginalsäkerheter har Finansinspektionen även undersökt om företaget har brutit när det har kontrollerat och följt upp sina beräkningar och därför tagit in för lite marginalsäkerheter.

Finansinspektionens undersökningar visar att Nasdaq Clearing har haft allvarliga brister i sin verksamhet. Således är utrett att det funnits uppenbara och påtagliga brister i hur Nasdaq Clearing har utformat sina deltagandekrav och hur företaget har följt upp och kontrollerat om medlemmarna löpande uppfyller dessa krav. Det är också utrett att Nasdaq Clearing har brutit mot investeringsförbudet i Emir genom att investera egna medel i derivatkontrakt under alltför lång tid efter obeståndshändelsen, och att Nasdaq Clearing på grund av felaktig beräkning tagit in för lite marginalsäkerheter. Tillsammans med övriga brister som framgår av detta beslut har dessa överträdelser skapat oacceptabla risker i Nasdaq Clearings verksamhet, vilka skulle ha kunnat få mycket allvarliga konsekvenser för det finansiella systemet. Det motiverar en sträng bedömning.

Nasdaq Clearing har vidtagit åtgärder för att komma till rätta med vissa av bristerna. Vid valet av sanktion konstaterar därför Finansinspektionen att det, trots överträdelsernas allvar, saknas skäl att utgå från annat än att överträdelserna inte kommer att upprepas och att det är tillräckligt att ge Nasdaq Clearing en varning i förening med en kännbar sanktionsavgift. För att återspegla bristernas allvar har Finansinspektionen, när sanktionsavgiften bestämts, särskilt beaktat att företaget är systemviktigt och ingår i en stor koncern. Avgiftens storlek bestäms därför till 300 000 000 kronor.

Innehåll

1 Bakgrund.....	5
1.1 Clearingorganisationen, koncernen och verksamheten som central motpart	5
1.2 Ärendena	5
1.2.1 Regelefterlevnad av Emir, bland annat om obeståndsförfarande och deltagandekrav	5
1.2.2 Konfigureringsfel avseende beräkningen av marginalsäkerheter	6
1.2.3 Närmare om handläggningen	6
1.3 Beslutets disposition.....	6
2 Tillämpliga bestämmelser	7
3 Utgångspunkter	7
3.1 Benämning av vissa begrepp.....	7
3.2 Centrala motparter och deras roll på värdepappersmarknaden	8
3.3 PFMI-principernas betydelse	9
3.4 Krav som ställs på verksamheten (säkerhets- och sundhetskraven)	10
3.4.1 Övergripande krav	10
3.4.2 Närmare om vissa grundläggande bestämmelser	11
4 Granskningen av hur Nasdaq Clearing lever upp till organisatoriska krav, uppföranderegler och försiktighetskrav	14
4.1 Deltagandekrav.....	14
4.1.1 Deltagandekravens innehåll	14
4.1.2 Nasdaq Clearings deltagandekrav säkerställer inte att clearingmedlemmarna har tillräckliga ekonomiska medel.....	15
4.1.3 Nasdaq Clearing har inte haft regler och rutiner som är tillräckligt effektiva för att säkerställa att deltagandekraven på operativ förmåga följs.....	16
4.1.4 Brister i transparens när det gäller deltagandekraven	18
4.1.5 Brister i den löpande kontrollen av clearingmedlemmarna	18
4.1.6 Brister i den årliga kontrollen av clearingmedlemmarna	19
4.1.7 Finansinspektionens slutsatser om deltagandekraven	20
4.2 Hantering av obeståndshändelsen	21
4.2.1 Närmare om händelsen.....	21
4.2.2 Närmare om regleringens innebörd.....	22
4.2.3 Nasdaq Clearings inställning.....	23

4.2.4 Nasdaq Clearing har åsidosatt investeringsförbudet	24
4.2.5 Informationsgivningen har missköts	26
4.2.6 Finansinspektionens slutsatser om hanteringen av obeståndshändelsen	27
5 Konfigureringsfel i marginalberäkningen	28
5.1 Nasdaq Clearing har krävt in för lite marginalsäkerheter	29
5.2 Otillräckliga styrformer, regler och rutiner	30
5.3 Finansinspektionens slutsatser om marginalberäkningen	32
6 Överväganden om ingripande	32
6.1 Tillämpliga bestämmelser	32
6.1.1. Emir	32
6.1.2 Lagen om värdepappersmarknaden	32
6.2 Nasdaq Clearings inställning	33
6.3 Överträdelserna kräver ett ingripande	35
6.4 Valet av ingripande	36
6.4.1 Nasdaq Clearing ska få en varning	36
6.4.2 Varningen ska förenas med en sanktionsavgift	36
Hur man överklagar	42
Tillämpliga bestämmelser	43

1 Bakgrund

1.1 Clearingorganisationen, koncernen och verksamheten som central motpart

Nasdaq Clearing Aktiebolag (Nasdaq Clearing eller företaget) är sedan den 18 mars 2014 auktoriserad som central motpart enligt Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (Emir), och betraktas av Finansinspektionen som ett systemviktigt institut. Företaget omfattas enligt 1 kap. 1 a § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden av Finansinspektionens tillsyn enligt 23 kap. 1 § första och andra styckena samma lag.

Nasdaq Clearing tillhandahåller central motpartsclearing av både börs- och OTC-handlade finansiella instrument, främst finansiella derivat och råvaruderivat. Verksamheten bedrivs i Stockholm med en filial i Oslo och en filial i Vilnius. Företaget hade den 31 december 2020 ungefär 190 clearingmedlemmar fördelade på företagets råvarumarknad och finansiella marknader. Numera består medlemmarna endast av finansiella och icke-finansiella företag (till exempel kommuner och kommunägda företag).

Nasdaq Clearings senast fastställda årsredovisning avser räkenskapsåret 2019. Av årsredovisningen framgår att företaget det året hade en omsättning på 563 miljoner kronor och 67 anställda.

Nasdaq Clearing ingår i Nasdaqkoncernen, som är en internationell koncern med verksamhet i bland annat USA, Norden och Baltikum. År 2019 hade koncernen en omsättning på 4 262 miljoner amerikanska dollar.

1.2 Ärendena

Finansinspektionen behandlar i detta beslut tre undersökningar som myndigheten har gjort av Nasdaq Clearings verksamhet som central motpart.

1.2.1 Regelefterlevnad av Emir, bland annat om obeståndsförfarande och deltagandekrav

I september 2018 ökade prisdifferensen mellan nordiska och tyska elpriser kraftigt. Det ledde till att den enda fysiska person som var medlem på Nasdaq Clearings råvarumarknad blev illikvid när de marginalsäkerheter som medlemmen hade ställt för sina åtaganden inte räckte till och denne inte förmådde att ställa de ytterligare säkerheter som krävdes med anledning av prISRörelserna. Nasdaq Clearing förklarade på morgonen den 11 september 2018 att medlemmen var på obestånd (nedan kallat obeståndshändelsen). Detta resulterade i att medel fick tas ur den så kallade obeståndsfonden för att täcka de förluster som uppstod.

Med anledning av obeståndshändelsen inledde Finansinspektionen tre undersökningar av hur Nasdaq Clearing agerat i samband med

obeståndshändelsen (obeståndsförfarandet), varav två är aktuella i det här beslutet (FI Dnr 18-23053 och 18-23054). De två undersökningarna har syftat till att granska hur företaget följt de regler om investeringar, obeståndsförfaranden och deltagandekrav som gäller för en central motpart. Undersökningarna har fokuserat på förhållandena som de var den 11 september 2018, och när det gäller själva hanteringen av obeståndshändelsen även tiden fram till juni 2019. Den tredje undersökningen (FI Dnr 18-22977) avser Finansinspektionen att avsluta utan någon vidare åtgärd.

1.2.2 Konfigureringsfel avseende beräkningen av marginalsäkerheter

Finansinspektionen inledde även en fjärde undersökning efter att Nasdaq Clearing i november 2018 informerade myndigheten om att företaget hade upptäckt ett konfigureringsfel i dess beräkning av marginalsäkerheter (FI Dnr 18-24342). Finansinspektionens undersökning i denna del har syftat till att granska företagets kontroller och uppföljningar av dess beräkningar samt om företaget har tagit in för lite marginalsäkerheter.

1.2.3 Närmare om handläggningen

Inom ramen för undersökningarna har Nasdaq Clearing besvarat frågor som ställts av Finansinspektionen. Finansinspektionen har även haft möten med företaget.

Under våren 2019 skickade Finansinspektionen, i vart och ett av ärendena, en avstämningsskrivelse till företaget. Företaget har svarat på dessa avstämningsskrivelser.

Den 11 februari 2020 skickade Finansinspektionen en begäran om yttrande till företaget. Begäran avsåg samtliga fyra undersökningar. Nasdaq Clearing fick därmed möjlighet att yttra sig över myndighetens iakttagelser och preliminära bedömningar, och informerades samtidigt om att Finansinspektionen övervägde att ingripa mot företaget. Företaget svarade den 10 mars 2020. Samma dag kom Nasdaq Clearing även in med en skrivelse ställd till Finansinspektionens styrelse.

Finansinspektionen skickade en kompletterande begäran om yttrande till företaget den 30 september 2020. Denna begäran avsåg undersökningen om obeståndshanteringen (FI Dnr 18-23054) och gällde frågan om hur företaget hanterat det så kallade investeringsförbudet. Företaget svarade Finansinspektionen den 14 oktober 2020.

1.3 Beslutets disposition

Utöver detta bakgrundsavsnitt innehåller beslutet fem huvudavsnitt.

I avsnitt 2 redogörs kortfattat för vilka bestämmelser som Finansinspektionen tillämpar i beslutet. Innehållet i de tillämpliga bestämmelserna presenteras mer utförligt i bilaga 2.

I avsnitt 3 redogör Finansinspektionen för ett antal utgångspunkter som underlättar läsningen och förståelsen av beslutet och som även har betydelse för myndighetens bedömningar i de följande avsnitten.

I avsnitt 4 redovisar Finansinspektionen sina iakttagelser och bedömningar i de undersökningar som motiverats av obeståndshändelsen (FI Dnr 18-23053 och 18-23054). Finansinspektionen tar i denna del ställning till om Nasdaq Clearing har följt de regler om investeringar, obeståndsförfaranden och deltagandekrav som gäller för en central motpart.

I avsnitt 5 redovisar Finansinspektionen sina iakttagelser och bedömningar i den undersökning som motiverats av konfigureringsfelet (FI Dnr 18-24342). Finansinspektionen tar i denna del ställning till om Nasdaq Clearing kontrollerat och följt upp beräkningar av marginalsäkerheter samt tagit in för lite marginalsäkerheter.

Avslutningsvis, i avsnitt 6, redogör Finansinspektionen för myndighetens överväganden om ingripande mot Nasdaq Clearing med anledning av de konstaterade överträdelserna.

2 Tillämpliga bestämmelser

I beslutet tillämpas bestämmelser i Emir och kommissionens delegerade förordning (EU) nr 153/2013¹ (nedan kallad RTS 153) om de organisatoriska krav, uppföranderegler och försiktighetskrav som gäller för en central motpart. En närmare redogörelse för dessa bestämmelser finns i *bilaga 2*.

I avsnitt 6 redogörs för tillämpliga bestämmelser om ingripande.

3 Utgångspunkter

3.1 Benämning av vissa begrepp

Vissa begrepp som tillämpas i det här beslutet benämns annorlunda i den svenska lagstiftningen jämfört med hur de benämns i unionsrätten. Betydelsen av begreppen är dock densamma.

Ett företag som har fått tillstånd som *central motpart* kallas i den svenska lagstiftningen för *clearingorganisation*. Benämningen i den svenska lagstiftningen har främst betydelse i fråga om klassificeringen av företaget enligt

¹ Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 153/2013 av den 19 december 2012 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 med avseende på tekniska tillsynsstandards för krav på centrala motparter, i dess lydelse efter den 16 juni 2016.

svensk rätt och när det gäller vilka bestämmelser om ingripande som blir tillämpliga. I det här beslutet används båda begreppen och avser då företaget Nasdaq Clearing och dess verksamhet.

En annan skillnad är att *clearingmedlem* används i unionsrätten, medan *clearingdeltagare* används i den svenska lagstiftningen. Även den skillnaden saknar dock betydelse i sak. I det här beslutet används i princip uteslutande det unionsrättsliga begreppet.

I detta sammanhang kan också nämnas att Emir innehåller begreppen *deltagandekrav* och *tillträdeskrav*, utan att det görs någon tydlig skillnad mellan de båda. I beslutet används den bredare beteckningen deltagandekrav för att beskriva vilka krav som gäller generellt, medan begreppet tillträdeskrav främst används när det handlar om de krav som en medlem måste uppfylla för att få tillträde till clearingen från första början.

3.2 Centrala motparter och deras roll på värdepappersmarknaden

Emir infördes år 2012 som en reaktion på finanskrisen. Genom förordningen tillkom nya regler som innebär krav på obligatorisk clearing via en central motpart av OTC-derivat som har förklarats lämpliga för clearing. Kravet på obligatorisk clearing har förändrat värdepappershandeln. Stora volymer av bilaterala exponeringar som tidigare fanns mellan enskilda parter har ersatts av stora exponeringar mot centrala motparter.

Innebörden av central motpartsclearing är att den centrala motparten träder in som köpare till varje säljare och som säljare till varje köpare i alla kontrakt som den centrala motparten clearar.² På så vis flyttas motpartsrisken för varje kontrakt över från de ursprungliga parterna till den centrala motparten. Det innebär att riskhanteringen hos de systemviktiga centrala motparterna är av avgörande betydelse för stabiliteten på finansmarknaden.

En central motpart fungerar således som en slags intermediär eller mellanled på värdepappersmarknaden. Dess funktion är att samla och därigenom reducera olika risker på marknaden. Marknadsrisken för en central motpart ska vara noll eller nära noll, eftersom den centrala motparten inte är en aktör på marknaden utan snarare utgör en del av marknadens infrastruktur. Det är av detta skäl som det finns strikta regler i Emir och RTS 153 om hur en central motpart får investera egna medel, det så kallade investeringsförbudet (se vidare nedan i avsnitt 3.4.2).

När den centrala motparten träder in som både köpare och säljare i en transaktion åstadkommer man denna riskeliminering genom att en förlust på ena sidan av en transaktion, helt kompenseras av en motsvarande vinst på andra sidan av samma transaktion. Det finns alltså alltid en motposition till alla positioner som den

² Utöver de derivat som omfattas av clearingskyldighet clearas även en stor mängd andra derivat som inte omfattas av någon clearingskyldighet.

centrala motparten clearar. Detta brukar benämnas som att den centrala motparten ska ha en *matchad bok*. Att den centrala motparten har en matchad bok är av stor betydelse, eftersom den centrala motparten på det sättet skyddas mot den marknadsrisk som är förknippad med transaktionerna.

3.3 PFMI-principernas betydelse

Arbetet med Emir pågick parallellt med ett globalt regleringsarbete inom den Internationella organisationen för värdepapperstillsyn (Iosco). I april 2012, kort innan Emir beslutades, publicerade Iosco tillsammans med kommittén för betalningar och avvecklingssystem inom Banken för internationell avveckling³ (CPSS), rådgivande principer för finansmarknadernas infrastruktur. Dessa principer benämns PFMI efter engelskans *Principles for Financial Market Infrastructures*⁴.

PFMI har betydelse för tillämpningen av flera olika EU-rättsakter på finansområdet, vilket framgår av skälen i respektive rättsakt. Förhållandet mellan PFMI och Emir framgår av bland annat skäl 90 i Emir. Där anges att Emir följer de befintliga rekommendationer som utvecklats av CPSS och Iosco. Där står även att Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) bör beakta PFMI och deras framtida utveckling när Esma utarbetar eller lägger fram förslag till en översyn av de tekniska standarder för tillsyn, såväl som riktlinjer och rekommendationer som föreskrivs i Emir. Vissa av principerna nämns därför uttryckligen som underliggande principer och som tolkningskällor i delegerade förordningar till Emir, till exempel i skälen 2 och 46 i RTS 153, som Finansinspektionen tillämpar i det här beslutet.

Förutom uttryckliga hänvisningar till PFMI i Emir och RTS 153 finns det även riktlinjer, utfärdade av Esma, om tillämpningen av PFMI.⁵ Syftet med dessa riktlinjer är att förtydliga att lagstiftarens och Esmas avsikt med Emir och tillhörande tillsyns- och genomförandeföreskrifter har varit att dessa konsekvent ska genomföra PFMI. Finansinspektionen har, i likhet med övriga EU-medlemsstaters behöriga myndigheter, en skyldighet att med alla tillgängliga medel försöka följa dessa riktlinjer i sin tillsyn.⁶

Av Esmas riktlinjer framgår att när de behöriga myndigheterna utför sina skyldigheter enligt Emir, om godkännande och tillsyn av centrala motparter, ska de se till att de centrala motparter som finns inom deras territorium uppfyller

³ Committee on Payment and Settlement Systems of the Bank for International Settlements.

⁴ CPSS-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>.

⁵ Riktlinjer och rekommendationer för genomförande av CPSS-IOSCO:s principer för finansmarknadernas infrastruktur när det gäller centrala motparter (2014/1133 sv).

⁶ Se artikel 16.3 första stycket i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1095/2010 av den 24 november 2010 om inrättande av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten), om ändring av beslut nr 716/2009/EG och om upphävande av kommissionens beslut 2009/77/EG.

kraven i Emir i enlighet med PFMI. Myndigheterna ska också se till att de centrala motparterna arbetar på ett sätt som är förenligt med PFMI.

Även om PFMI inte är formellt bindande innebär det nu anförda att Finansinspektionen i detta beslut tillämpar principerna som stöd för tolkningen av de enskilda bestämmelserna i Emir och RTS 153. De principer som nämns i det här beslutet är särskilt de som avser deltagandekrav, obeståndsförfaranden och en central motparts egna investeringar. Principerna är bara offentliggjorda på engelska. Deras huvudsakliga innehåll återges i beslutet i samband med att hänvisningar görs till dem.

3.4 Krav som ställs på verksamheten (säkerhets- och sundhetskraven)

3.4.1 Övergripande krav

Eftersom det genom Emir införs en skyldighet för motparter att cleara via särskilda centrala motparter, har lagstiftaren bedömt att det är viktigt att centrala motparter är säkra och sunda och alltid uppfyller Emirs strikta krav på organisation, uppförande och försiktighet (skäl 49 i Emir). De här säkerhets- och sundhetskraven är av avgörande betydelse för hur verksamheten ska drivas.

I det här avsnittet förklaras därför kortfattat några huvudkategorier av de krav som ställs på en central motpart och som har aktualiserats i de tre undersökningarna. Bestämmelserna om organisatoriska krav, uppföranderegler och försiktighetskrav finns i varsitt kapitel i Emir (se sammanställningen över tillämpliga bestämmelser i *bilaga 2*) och avsnittet följer den uppdelningen.

För att kraven i Emir ska tillämpas konsekvent, förtydligas kraven i olika delegerade förordningar och genomförandeförordningar, till exempel RTS 153. RTS 153 innehåller regler om bland annat organisationsstyrning, marginalsäkerheter och obeståndsfonden.

Organisatoriska krav

Eftersom centrala motparter utgör en viktig del av infrastrukturen på värdepappersmarknaden måste en central motpart uppfylla flera sundhetskrav kopplade till hur företaget är organiserat, se avdelning IV, kapitel 1, i Emir. De organisatoriska kraven handlar bland annat om krav på riskhantering, väldokumenterade regler och rutiner och tillräckliga it-system. Det krävs även en erfaren företagsledning med gott anseende, en oberoende riskkommitté, god registerhållning och lämpliga ägare. Kraven omfattar även hanteringen av intressekonflikter, kapacitet för en kontinuerlig verksamhet och regler om utkontraktering.

Uppföranderegler

Utöver kraven på hur verksamheten ska vara utformad, innehåller Emir krav på hur ett företag som driver en central motpart ska agera, så kallade uppföranderegler, se avdelning IV, kapitel 2, i Emir. De här reglerna är viktiga för att verksamheten ska drivas på ett sunt och säkert sätt.

Uppförandereglerna innehåller krav på rättvist och professionellt agerande, deltagandekrav och krav på transparens när det gäller bland annat priser och risker.

Försiktighetskrav

Kraven på en sund och säker riskhantering utgör en viktig del av en central motparts verksamhet. Dessa krav benämns i Emir som försiktighetskrav, se avdelning IV, kapitel 3. En central motpart ska ha ett sunt riskhanteringssystem för att hantera bland annat motpartsrisker, kreditrisker, marknadsrisker och likviditetsrisker. En central motpart ska även ha lämpliga förfaranden och mekanismer för att hantera en clearingmedlems obestånd.

En central motparts kreditexponering gentemot clearingmedlemmarna ska enligt Emir reduceras genom att medlemmarna ställer marginalsäkerheter och att den centrala motparten inrättar en obeståndsfond. En central motpart ska även förfoga över tillräcklig likviditet för att utföra sina tjänster.

Enligt Emir gäller ett investeringsförbud som innebär att en central motpart bara får investera sina finansiella medel i kontanter eller mycket likvida finansiella instrument med minimala marknads- och kreditrisker. Vilka finansiella instrument det handlar om rent konkret regleras i RTS 153. Här finns även närmare bestämmelser om omfattningen av investeringsförbudet.

Andra försiktighetskrav i Emir är den så kallade vattenfallsprincipen som anger i vilken ordning som olika medel ska tas i anspråk om en clearingmedlem hamnar på obestånd, kravet på att ställda säkerheter ska ha minimala kredit- och marknadsrisker och kravet på detaljerade förfaranden vid en medlems obestånd. Till försiktighetskraven hör även att en central motpart regelbundet ska se över modeller och parametrar för sin riskkontroll.

Vad investeringsförbudet innebär och vad marginalsäkerheter och obestånd är och hur de regleras, beskrivs mer i detalj i följande avsnitt.

3.4.2 Närmare om vissa grundläggande bestämmelser

Deltagandekrav (artikel 37 i Emir)

Den centrala motparten måste säkerställa att medlemmarna har de förutsättningar som krävs för att uppfylla sina förpliktelser enligt Emir, till exempel att ställa

marginalsäkerheter och bidra till obeståndsfonden. Detta ska den centrala motparten säkerställa genom att se till att medlemmarna uppfyller krav på tillräckliga ekonomiska medel och operativ förmåga, så kallade *deltagandekrav*. Dessa bestämmelser är av central betydelse för att en medlem inte utsätter den centrala motparten för oacceptabla risker.

Marginalsäkerheter (artikel 41 i Emir)

Marginalsäkerheter beskrivs i skälen till Emir som en central motparts främsta försvarslinje (skäl 70 i Emir). Marginalsäkerheter måste ställas av varje köpare och varje säljare i alla transaktioner som ska clearas för att garantera deras förpliktelser gentemot den centrala motparten, det vill säga gentemot medlemmarna. På detta sätt täcks och neutraliseras de betydande motpartsrisker som annars hade ackumulerats hos den centrala motparten.

För att beräkna vilka marginalsäkerheter som en central motpart ska begära från varje clearingmedlem ska den centrala motparten enligt artikel 41.2 i Emir tillämpa modeller och parametrar som inbegriper de clearade produkternas riskegenskaper och som tar hänsyn till tidsintervallet mellan indrivningar av marginalsäkerheter, till marknadens likviditet och till möjliga förändringar under transaktionens löptid. Enligt samma artikel ska den behöriga myndigheten godkänna de modeller och parametrar som den centrala motparten tillämpar. Närmare bestämmelser om dessa parametrar finns i artiklarna 24–26 i RTS 153.

Obeståndsfond (artikel 42 i Emir)

Utöver marginalsäkerheter tar centrala motparter in medel från varje medlem för att finansiera den *obeståndsfond* som ska täcka förluster som kan uppstå när en eller flera clearingmedlemmar hamnar på obestånd och förlusterna överskrider de förluster som marginalsäkerheterna ska täcka. En clearingmedlem är således med och bidrar till förlusttäckningen när andra clearingmedlemmar hamnar på obestånd.

Förbud mot vissa investeringar (artikel 47 i Emir)

En central motpart får enligt artikel 47.1 i Emir bara investera sina finansiella medel i kontanter eller mycket likvida finansiella instrument med minimala marknads- och kreditrisker (se vidare skäl 46 i RTS 153 med hänvisning till princip 16 i PFMI). I bilagorna I och II till RTS 153 regleras villkoren för dessa tillåtna investeringar närmare. Andra investeringar än de som anges där är som huvudregel inte tillåtna (investeringsförbudet). Investeringsförbudet gäller bland annat för derivatkontrakt.

Investeringsförbudet är inte absolut. När det gäller derivatkontrakt finns det två specifika undantag från huvudregeln. Enligt ett av dessa undantag får en central motpart investera i derivatkontrakt för att säkra en portfölj hos en clearingmedlem som är på obestånd (se punkten 2 i bilaga II till RTS 153). En

förutsättning för att undantaget ska bli tillämpligt är att användningen av derivatkontrakt begränsas till den tidsperiod som krävs för att minska den kredit- och marknadsrisk som den centrala motparten är exponerad mot. Anledningen till att det endast är under dessa mycket begränsade förutsättningar som derivatplaceringar får ske, är att sådana placeringar utsätter den centrala motparten för ytterligare kredit- och marknadsrisker och att en central motpart alltid bör eftersträva en neutral position när det gäller sådana risker (se skäl 47 i RTS 153).

Avveckling av positioner vid obestånd (artikel 48 i Emir)

En clearingmedlem kan hamna på obestånd om denne inte kan fullgöra de ekonomiska åtaganden som följer av att vara medlem. En obeståndshändelse kräver skyndsamma åtgärder till skydd för verksamheten, medlemmarna och den centrala motpartens egen riskhantering. Det framgår därför av artikel 48.2 i Emir att en central motpart vid en medlems obestånd ska agera snabbt för att begränsa förluster och likviditetspåfrestningar. Enligt samma artikel ska en central motpart se till att avvecklingen av en clearingmedlems positioner inte stör den centrala motpartens verksamhet eller utsätter clearingmedlemmar som inte är på obestånd för förluster som de inte kunde förutse eller kontrollera.

För att hantera den stress som obeståndshanteringen medför för finansmarknaden krävs det således att de positioner som är kopplade till obeståndshändelsen avvecklas både snabbt och med omsorg, till exempel genom kvittning eller överlåtelse. Härigenom avhänder sig den centrala motparten helt sina risker förknippade med de positioner som berörs av obeståndet. Eftersom den centrala motpartens verksamhet går ut på att koncentrera motpartsrisker till densamma är det helt avgörande för den finansiella stabiliteten att den centrala motparten inte själv bidrar till ytterligare obalanser på marknaden. Som huvudregel är det därför inte tillåtet för den centrala motparten att ta på sig någon egen risk när positionerna avvecklas. Konsekvensen kan annars bli att den centrala motparten tar på sig ohållbara risker och fallerar på egen hand. Det skulle med största sannolikhet få mycket stora effekter på hela det finansiella systemet.

De nu anförda kraven på vad en central motpart ska iaktta vid en obeståndssituation, ligger väl i linje med vad som anges i avsnitt 3.13.4 i PFMI. Där framgår att det finns en ökande risk för potentiella risker på grund av prisrörelser eller ändrade marknadsförhållanden i övrigt ju längre en central motparts egna medel exponeras för marknadsrörelser inom ramen för obeståndshanteringen. I samma avsnitt betonas även att en central motpart inom ramen för obeståndshanteringen bör ha tillräckligt med information, resurser och verktyg för att avveckla sina positioner skyndsamt. Det framgår även att om en omedelbar avveckling inte är möjlig, bör en central motpart ha nödvändiga verktyg för att säkra positionerna som en tillfällig riskhantering.

4 Granskningen av hur Nasdaq Clearing lever upp till organisatoriska krav, uppföranderegler och försiktighetskrav

4.1 Deltagandekrav

En central motpart ska, som framgår ovan, ställa upp deltagandekrav på clearingmedlemmarna för att de ska få delta i clearingverksamheten. Bestämmelserna om sådana krav finns i artikel 37 i Emir och utgör en del av de uppföranderegler som gäller för en central motpart. Av artikeln framgår att en central motpart ska säkerställa att clearingmedlemmarna har tillräckliga ekonomiska medel och nödvändig operativ förmåga för att fullgöra skyldigheterna som följer av deltagande i en central motpart. Det framgår även att deltagandekraven ska vara icke-diskriminerande, transparenta och objektiva så att öppet och rättvist tillträde till den centrala motparten säkerställs.

Ett företag som driver en central motpart ska också, enligt artikel 26.2 i Emir, införa regler och rutiner som är tillräckligt effektiva för att säkerställa att bestämmelserna i Emir följs. Detta krav utgör en del av de organisatoriska krav som gäller för en central motpart.

Finansinspektionen har undersökt hur Nasdaq Clearing har levt upp till skyldigheterna enligt artiklarna 37 och 26 i Emir. Finansinspektionen har inom ramen för undersökningen i denna del tagit del av bland annat Nasdaq Clearings regler och rutiner om deltagandekrav.

4.1.1 Deltagandekravens innehåll

Deltagandekraven, inklusive tillträdeskraven, fyller en central funktion för att kontrollera de motpartsrisker som finns i clearingverksamheten. Det är därför mycket viktigt att en central motpart både ställer upp ändamålsenliga krav och löpande säkerställer att de följs.

Nasdaq Clearings deltagandekrav för råvarumarknaden och de finansiella marknaderna fanns vid undersökningstillfället beskrivna i företagets clearingregler och kreditriskpolicy⁷.

Av båda dessa dokument framgår (enligt deras lydelse i september 2018) att den potentiella medlemmen ska vara lämplig för den aktuella medlemskategorin och för att delta i clearingverksamheten. Därutöver framgår att sökanden ska ha tillräckliga finansiella resurser, lämplig organisation, tillräcklig kompetens, nödvändiga riskhanteringsrutiner samt lämpliga och säkra tekniska system. När det gäller ekonomiska medel framgår även att en clearingmedlem ska förfoga över finansiella resurser som vid varje tidpunkt motsvarar den verksamhet som medlemmen avser driva på den relevanta marknaden, dock inte mindre än ett visst minimibelopp.

⁷ Nasdaq Clearing AB Credit Risk Policy.

Utöver det som anges ovan framgår att Nasdaq Clearing, när det gäller vissa medlemskategorier, ställer krav på att medlemmen är en viss typ av rättssubjekt med särskilt tillstånd från behörig myndighet. För samtliga medlemskategorier framgår även att Nasdaq Clearing kan bevilja undantag från tillträdeskraven om medlemmen ändå anses lämplig att delta i clearingverksamheten.

Någon ytterligare information om deltagandekraven, inklusive tillträdeskraven, eller närmare beskrivning av vad kraven innebär finns varken i clearingreglerna, kreditriskpolicyn eller i någon annan dokumentation.

4.1.2 Nasdaq Clearings deltagandekrav säkerställer inte att clearingmedlemmarna har tillräckliga ekonomiska medel

Som framgår av artikel 37.1 i Emir ska en central motpart fastställa deltagandekrav, såsom tillträdeskrav, som säkerställer att clearingmedlemmarna har tillräckliga ekonomiska medel för att fullgöra de skyldigheter som följer av deltagandet. Det innebär enligt Finansinspektionen att den centrala motpartens deltagandekrav måste vara utformade så att hänsyn tas till de risker som varje enskild medlem utsätter den centrala motparten och andra medlemmar för. Det kan till exempel handla om risken för att medlemmen inte kan ställa de marginalsäkerheter som följer av medlemmens positioner. Denna tolkning ligger i linje med princip 18 i PFMI. I avsnitten 3.18.1 och 3.18.5 i PFMI anges bland annat att en central motpart ska kontrollera de risker som den utsätts för av sina medlemmar genom att ställa upp riskbaserade deltagandekrav. Det anges även att den centrala motparten ska säkerställa att medlemmarna har tillräckliga ekonomiska medel för att motverka oacceptabla riskexponeringar för den centrala motparten och andra medlemmar.

När det gäller medlemmarnas ekonomiska medel har Nasdaq Clearing ställt krav på att den som ska bli medlem måste förfoga över ett visst minimikapital. Hur stort detta kapital är varierar beroende på vilken medlemskategori som den presumtive medlemmen vill tillhöra. Företaget har tre medlemskategorier för råvarumarknaden och tre medlemskategorier för de finansiella marknaderna. Minimikapitalkravet har varit detsamma för samtliga medlemmar inom respektive medlemskategori.

Nasdaq Clearing har även ställt krav på att medlemmarna ska förfoga över finansiella resurser som vid varje tidpunkt motsvarar den verksamhet som medlemmen avser driva på de relevanta marknaderna. Utifrån de uppgifter som Nasdaq Clearing har lämnat inom ramen för undersökningen, har Finansinspektionen förstått att företaget med denna skrivning har avsett att medlemmarna löpande ska kunna fullgöra betalningar, tillhandahålla säkerheter, uppfylla marginalsäkerhetskrav och bidra fullt ut till obeståndsfonden inom utsatt tid.

Enligt Nasdaq Clearing innebär minimikapitalkravet att den presumtiva medlemmen förbinder sig att behålla en viss nivå av kapital beroende på vilken typ av strukturell verksamhet som drivs. Företaget har förklarat att syftet med

reglerna om minimikapital i första hand är att säkerställa att medlemmarna har ett visst mått av finansiell robusthet, inte att kraven ska vara anpassade efter och ta höjd för en medlems alla planerade aktiviteter. Nasdaq Clearing anser att de kapitalkrav som företaget har tillämpat säkerställer att medlemmarna har ett tillräckligt mått av finansiell robusthet och därmed fångar upp risker i enlighet med artikel 37.1 i Emir.

Finansinspektionen konstaterar att företagets krav på tillräckliga ekonomiska medel har varit utformat på ett sådant sätt att kravet inte har ställts i relation till vilka exponeringar den enskilde medlemmen har haft eller tillåtit ha. Kravet på kapital har i stället bara varit beroende av vilken av tre medlemskategorier medlemmen tillhör. Skillnaden mellan dessa medlemskategorier har huvudsakligen bestått i om medlemmen får clara endast för sig själv eller även för vissa andra parter. Det har inte funnits någon begränsning i hur stora exponeringar som en viss medlemskategori får ha. Nasdaq Clearings deltagandekrav angående tillräckliga ekonomiska medel har därmed i praktiken endast varit det kategoribaserade minimikapitalkravet.

Genom deltagandekraven, inklusive tillträdeskraven, ska en central motpart säkerställa att clearingmedlemmarna har tillräckliga ekonomiska medel för att fullgöra de skyldigheter som följer av deltagandet. Enligt Finansinspektionen måste det kapital som en clearingmedlem ska ha ställas i relation till den risk som den enskilde medlemmen utsätter den centrala motparten och andra medlemmar för genom sina exponeringar, det vill säga vara individualiserat, annars skulle kravet inte fylla någon reell funktion. Det handlar alltså om risken för att medlemmen inte kan fullgöra sina skyldigheter som clearingmedlem, främst genom att medlemmen inte förmår betala de krav på säkerheter som den centrala motparten ställer utifrån medlemmens aktuella exponeringar, men ytterst också risken för obestånd. Generella kapitalkrav som inte kompletteras med andra riskbegränsningsmetoder, som ställer kapitalet i relation till de risker den enskilda medlemmen utsätter den centrala motparten för – exempelvis en exponeringslimit – uppfyller därför inte de krav som regelverket ställer på hur den enskilda medlemmens tillräckliga ekonomiska förmåga ska prövas.

Sammantaget finner Finansinspektionen att Nasdaq Clearings krav på tillräckligt kapital vid tidpunkten för undersökningen bara bestod av ett minimikapitalkrav per medlemskategori i ett fåtal kategorier, utan hänsyn till den risk som den enskilda medlemmen innebär för företaget. Det innebär att Nasdaq Clearing inte har fastställt deltagandekrav som säkerställer att clearingmedlemmarna har tillräckliga ekonomiska medel för att fullgöra de skyldigheter som följer av deltagandet, vilket utgör en överträdelse av artikel 37.1 i Emir.

4.1.3 Nasdaq Clearing har inte haft regler och rutiner som är tillräckligt effektiva för att säkerställa att deltagandekraven på operativ förmåga följs

Enligt artikel 37.1 i Emir krävs att en central motpart även har sådana deltagandekrav som säkerställer att varje clearingmedlem har tillräcklig operativ förmåga för att fullgöra de förpliktelser som följer av ett deltagande i en central

motpart. Det handlar även i denna del om en bedömning av de risker som den enskilde medlemmen innebär för den centrala motparten och andra medlemmar (jfr princip 18 i PFMI). Enligt samma artikel krävs att deltagandekraven ska vara icke-diskriminerande, transparenta och objektiva för att säkerställa ett rättvist och öppet tillträde till den centrala motparten. I artikel 26.2 i Emir anges att en central motpart ska införa regler och rutiner som är tillräckligt effektiva för att säkerställa att reglerna i Emir följs.

När det gäller operativ förmåga hos medlemmarna framgår av Nasdaq Clearings clearingregler och kreditriskpolicy att företaget har ställt krav på "lämplig" organisation, "tillräcklig" kompetensnivå, "nödvändiga" rutiner för riskhantering, "lämpliga och säkra" tekniska system samt att medlemmen även i övrigt anses som "lämplig" att delta i clearingverksamheten.

Nasdaq Clearing har anfört att företaget därmed har ställt tillräckligt konkreta krav på operativ förmåga för att kraven ska fylla sitt syfte enligt Emir. Företaget anser att kraven säkerställer att en medlem kan fullgöra betalningar, tillhandahålla säkerheter för tagna positioner, uppfylla marginalsäkerhetskraven och bidra fullt ut till obeståndsfonden inom utsatt tid. Krav på operativ förmåga är enligt företaget inte kvantifierbara på samma sätt som finansiella krav utan är till sin natur mer generella. Företaget har vidare anfört att kraven på operativ förmåga hos medlemmarna är av sådant slag att de antingen uppfylls eller inte uppfylls och att de därför har varit tillräckliga.

De krav på operativ förmåga som framgår av ovan nämnda dokument är generellt utformade och innehåller inga närmare preciseringar av vad kraven innebär. Av undersökningen framgår att Nasdaq Clearing inte har haft några andra regler eller rutiner som beskriver vad kraven på till exempel "lämplig", "tillräcklig" och "nödvändig" innebär. Företaget har inte heller haft några regler och rutiner som beskriver hur bedömningen av kraven på operativ förmåga ska göras eller vilka konkreta omständigheter som företaget ska beakta vid en sådan bedömning.

Finansinspektionen konstaterar att en viss grad av generalisering är oundviklig i styrdokument och rutiner. De formuleringar som finns i clearingreglerna och kreditriskpolicyn om deltagandekraven vad gäller operativ förmåga är emellertid så pass allmänna att de blir i det närmaste innehållslösa när det, som i detta fall, helt saknas instruktioner som klargör innebörden. Avsaknaden härav innebär en risk för att företaget inte ställer tillräckliga krav på sina medlemmar när det gäller operativ förmåga. Det innebär också en risk för att deltagandekraven inte tillämpas på ett sådant icke-diskriminerande och objektiva sätt som Emir kräver (se artikel 37.1 i Emir).

Finansinspektionen bedömer därför att Nasdaq Clearing inte har följt kravet i artikel 26.2 i Emir genom att företaget inte har haft regler och rutiner som varit tillräckligt effektiva för att säkerställa att deltagandekraven på operativ förmåga uppfyller kraven i Emir.

4.1.4 Brister i transparens när det gäller deltagandekraven

Enligt artikel 37.1 i Emir ska deltagandekraven vara transparenta. Det innebär bland annat att det ska vara tydligt för marknaden och allmänheten i övrigt vilka konkreta tillträdeskrav som gäller för att bli clearingmedlem.

Som framgår av föregående avsnitt har Nasdaq Clearings krav på operativ förmåga varit vaga och alltför allmänt hållna. Dessa regler har av samma skäl inte varit transparenta i nu angiven mening. Det är en brist och en överträdelse av artikel 37.1 i Emir.

Härtill kommer följande.

Det är ytterst ovanligt att fysiska personer deltar som clearingmedlemmar i en central motpart. Detta är en motiverad ordning. Enligt Finansinspektionen är det normalt sett förenat med avsevärt högre risk att godta en fysisk person som clearingmedlem än en juridisk person.

Nasdaq Clearing accepterade fram till den 30 september 2019 privatpersoner som clearingmedlemmar i en viss medlemskapskategori på råvarumarknaden. Det är ostridigt att detta förhållande endast framgick indirekt av clearingreglerna genom att det, för den aktuella medlemskategorin, inte ställdes något krav på att medlemmen skulle vara en juridisk person. Nasdaq Clearing har dock anfört att det har varit känt att företaget hade en privatperson som medlem och påpekat att information om vilka som är medlemmar finns på företagets webbplats.

Enligt Finansinspektionens mening är det särskilt viktigt att det tydligt framgår av en central motparts tillträdeskrav om fysiska personer accepteras som medlemmar och vilka krav som i sådana fall ställs på sådana personer. Det är inte tillräckligt att detta framgår indirekt av clearingreglerna eller av en lista på den centrala motpartens webbplats. En central motpart kan inte heller utgå från att ett sådant förhållande är känt på marknaden. Finansinspektionen anser därför att Nasdaq Clearing inte heller i detta avseende har uppfyllt kravet i artikel 37.1 i Emir på att deltagandekraven ska vara transparenta.

4.1.5 Brister i den löpande kontrollen av clearingmedlemmarna

Enligt artikel 37.2 i Emir ska en central motpart löpande se till att clearingmedlemmarna följer deltagandekraven.

Av Finansinspektionens undersökning framgår att Nasdaq Clearings löpande kontroll har bestått av kontinuerlig övervakning, dels av varje medlems dagliga aktiviteter, dels av hur medlemmen uppfyller sina löpande skyldigheter gentemot Nasdaq Clearing (såsom skyldigheten att ställa marginalsäkerheter).

Nasdaq Clearing menar att den dagliga övervakningen är den naturliga utgångspunkten i alla kontroller av regelefterlevnad och att det är det bästa sättet

att uppmärksamma om en medlem har problem med att uppfylla sina skyldigheter enligt regelverket.

Finansinspektionen vill betona att deltagandekraven, inklusive tillträdeskraven, är en viktig del av en central motparts riskhantering. Syftet med dessa krav är att hantera de risker som deltagandet är förenat med och därför säkerställa att clearingmedlemmarna har tillräckliga ekonomiska medel och tillräcklig operativ förmåga att fullgöra sina löpande skyldigheter och andra skyldigheter som följer av ett deltagande. Den omständigheten att en medlem en gång har kunnat ställa de säkerheter som krävs, och bidra till obeståndsfonden, behöver inte innebära att medlemmen även fortlöpande uppfyller deltagandekraven.

Inledningsvis konstaterar Finansinspektionen att den dagliga övervakningen av clearingmedlemmarnas agerande som Nasdaq Clearing har redogjort för inte innefattar någon löpande kontroll av om medlemmarna fortfarande uppfyller kravet på operativ förmåga. Några löpande kontroller av medlemmarnas operativa förmåga har alltså inte skett.

Av undersökningen framgår också att Nasdaq Clearing endast en gång per år har kontrollerat kravet på att en medlem har tillräckliga ekonomiska medel. Det har företaget gjort i sin årliga genomgång av huruvida medlemmarna uppfyller företagets minimikapitalkrav. Detta är enligt Finansinspektionen inte tillräckligt för att uppfylla kraven på löpande kontroll. Marknadsförhållanden kan förändras snabbt, vilket till exempel obeståndshändelsen år 2018 utvisar. Mot denna bakgrund är det nödvändigt att kontroller görs vid fler tillfällen under året.

Mot bakgrund av det som anges ovan bedömer Finansinspektionen att Nasdaq Clearing inte har uppfyllt kravet i artikel 37.2 i Emir på att löpande se till att deltagandekraven följs.

4.1.6 Brister i den årliga kontrollen av clearingmedlemmarna

Utöver att göra den löpande kontrollen ska en central motpart, enligt artikel 37.2 i Emir, minst årligen göra en omfattande genomgång för att se om clearingmedlemmarna uppfyller deltagandekraven.

Finansinspektionens undersökning visar att Nasdaq Clearings årliga genomgång av medlemmarna har bestått av en ny kreditriskbedömning, en kontroll av att medlemmen uppfyller minimikapitalkravet för aktuell medlemskategori samt en kontroll av om medlemmens aktier har listats under året. Kreditriskbedömningen har baserats på finansiell data från medlemmarnas senaste årsredovisningar, som har hämtats in från en extern tjänsteleverantör allt eftersom nya årsredovisningar har publicerats. Uppgifterna har sedan förts in i Nasdaq Clearings kreditvärderingsmodell, varefter nya kreditriskbetyg har räknats fram. Om resultatet av kreditriskbedömningen har visat en negativ förändring av kreditriskbetyget har företaget kunnat besluta att göra en vidare analys för att avgöra om medlemmen ska föras upp på företagets "credit watch list". I så fall blir medlemmen även föremål för mer frekvent övervakning. Även kontrollen av

att medlemmen uppfyller minimikapitalkravet har baserats på finansiell information från medlemmens årsredovisning.

Sedan fjärde kvartalet 2018 har Nasdaq Clearing börjat begära in information genom ett så kallat due diligence-formulär som medlemmarna årligen ska besvara och som innehåller frågor om medlemmarnas finansiella och operativa förmåga. Innan detta formulär började användas gjorde företaget ingen årlig genomgång alls av medlemmarnas operativa förmåga.

Nasdaq Clearing medger i sitt yttrande att företaget hade otillräckliga rutiner för årlig kontroll av operativ förmåga innan de nya rutinerna infördes 2018 och att företaget därmed inte fullt ut har levt upp till kraven i artikel 37.2 i Emir. När det gäller den årliga kontrollen av medlemmarnas ekonomiska förmåga anser Nasdaq Clearing att uppgifter från en fastställd årsredovisning rimligen måste anses tillförlitliga för syftet att genomföra en sådan årlig kontroll. Företaget framhåller dock att det har funnits stort utrymme för förbättring när det gäller denna del av den årliga kontrollen av medlemmarna.

Som Nasdaq Clearing medger är det en brist enligt Emir att den årliga kontrollen under undersökningsperioden inte omfattat den operativa förmågan. Finansinspektionen konstaterar därutöver att företags genomgång av medlemmarnas ekonomiska medel endast har baserats på uppgifter från respektive medlems senaste årsredovisning. Även om det kan antas att de uppgifter som framgår av årsredovisningen är korrekta vid en given tidpunkt finns alltid en risk för att de inte längre är aktuella vid tidpunkten för den årliga granskningen. För att kunna göra en fullgod genomgång av medlemmarnas ekonomiska medel krävs att kontrollen baseras på aktuella siffror. Att bara hämta in uppgifter från årsredovisningen kan därför inte anses tillräckligt för att kraven i Emir vara uppfyllda.

Mot bakgrund av det som anges ovan bedömer Finansinspektionen att Nasdaq Clearing inte har levt upp till kravet i artikel 37.2 i Emir på att minst årligen göra en omfattande genomgång för att se om dess clearingmedlemmar uppfyller deltagandekraven.

4.1.7 Finansinspektionens slutsatser om deltagandekraven

Finansinspektionens undersökning visar uppenbara och påtagliga brister i hur Nasdaq Clearing har utformat sina deltagandekrav och hur företaget har följt upp och kontrollerat om medlemmarna löpande uppfyller dessa krav. Därtill har företaget i vissa delar inte haft regler och rutiner som varit tillräckligt effektiva för att säkerställa att bestämmelserna om deltagandekrav i Emir följts. Det rör sig om brister som kan få allvarliga konsekvenser. Deltagandekraven är ett mycket viktigt verktyg för en central motpart när det gäller att hantera de motpartsrisker som uppstår i verksamheten.

Sammantaget anser Finansinspektionen att de konstaterade överträdelserna innebär att det har funnits en konkret risk för att Nasdaq Clearing inte har ställt

tillräckliga krav på sina medlemmar, vare sig när det gäller ekonomiska medel eller operativ förmåga. Därmed kan företaget ha varit exponerat för högre motpartsrisk än vad som är acceptabelt för en central motpart, vilket även den obeståndssituation som faktiskt inträffat tydligt indikerar. Det är särskilt allvarligt eftersom Nasdaq Clearing är en systemviktig aktör vars bristfälliga riskhantering ytterst kan få konsekvenser för stabiliteten på finansmarknaderna.

4.2 Hantering av obeståndshändelsen

När en clearingmedlem hamnar på obestånd ska en central motpart följa särskilda regler om obeståndshantering. Dessa regler finns bland annat i artikel 48 i Emir och är en del av de försiktighetskrav som gäller för en central motpart. Inom ramen för obeståndshanteringen gäller även vissa undantag från investeringsförbudet i artikel 47 i Emir.

Ett företag som driver en central motpart har även en skyldighet att i enlighet med artikel 36.1 i Emir agera professionellt i clearingmedlemmarnas och deras kunders intresse samt i enlighet med sund riskhantering. Bestämmelserna i den sistnämnda artikeln utgör en del av de uppföranderegler som gäller för en central motpart.

Finansinspektionen har i denna del av undersökningen, förutom det som har framkommit av möten och skriftliga frågor, granskat pressmeddelanden som har offentliggjorts med anledning av obeståndshändelsen.

4.2.1 Närmare om händelsen

Den 11 september 2018 framkom att en av Nasdaq Clearings medlemmar (obeståndsmedlemmen) var på obestånd. Obeståndsmedlemmen var den enda fysiska person som var clearingmedlem. Samma dag och nästföljande dag höll Nasdaq Clearing ett auktionsförfarande relaterat till de positioner som berördes av obeståndet (obeståndsportföljen). Det som auktionerades ut var inte obeståndsmedlemmens portfölj, utan ett erbjudande om att ingå vissa kontrakt med Nasdaq Clearing. Kontrakten lades i en nyskapad portfölj (spegelportföljen) som speglade obeståndsmedlemmens derivatinnehav i obeståndsportföljen.

Spegelportföljen skapades genom att Nasdaq Clearing så långt det var möjligt tog positioner i derivat som hade samma underliggande tillgångar som i obeståndsportföljen men där marknadsrisken gick åt andra hållet (uppgång matchades mot nedgång, vinst mot förlust och så vidare). Som Finansinspektionen återkommer till ledde dock inte skapandet av spegelportföljen till att risken helt neutraliserades, eftersom det inte gick att göra en perfekt spegling av obeståndsportföljen. Anledningen till det var att de derivatpositioner som Nasdaq Clearing tog i spegelportföljen inte alltid hade samma underliggande tillgångar som de som låg i obeståndsportföljen. De nya derivatkontrakten innehöll även villkor för bland annat avvecklingen, som avvek från de som gällde för de kontrakt de var avsedda att spegla.

Efter auktionsförfarandet registrerade Nasdaq Clearing kontrakten dels på auktionsvinnarens clearingkonto, dels på obeståndsmedlemmens clearingkonto. Genom detta uppstod en säkringstransaktion av obeståndsportföljen som alltså låg kvar på obeståndsmedlemmens konto. Nasdaq Clearing behöll denna säkring fram till juni 2019, då den tillsammans med obeståndsportföljen överfördes till tredje part. Fram till dess att de två portföljerna avvecklades (det vill säga såldes), är det Finansinspektionens uppfattning att Nasdaq Clearings egna medel var exponerade mot marknadsrörelser i såväl obeståndsportföljen som spegelportföljen och att företaget därmed stod risken för eventuella prISRörelser.

Obeståndshändelsen medförde betydande förluster för Nasdaq Clearings medlemmar. Medlemmarna bestod av såväl finansiella som icke-finansiella företag såsom kommuner och kommunägda företag. Förlusterna uppstod på grund av att medlemmarna behövde bidra till att återställa obeståndsfonden efter att delar av denna hade tagits i anspråk. Nasdaq Clearing har delvis täckt dessa förluster genom att betala ut cirka 20 miljoner euro till medlemmarna. De slutliga förlusterna för medlemmarna har enligt företaget uppgått till mellan 250 och 350 miljoner kronor.

4.2.2 Närmare om regleringens innebörd

Regelverket är utformat så att skyddet för clearingmedlemmarna och verksamheten vid obestånd i främsta hand regleras i artikel 48 i Emir. Det krävs enligt denna artikel att en central motpart vid en obeståndshändelse agerar snabbt och säkerställer att den centrala motpartens verksamhet kan fortsätta utan störningar. En annan viktig aspekt av reglerna om obeståndshantering är att skydda clearingmedlemmarna från förluster.

Som redovisas ovan i avsnitt 3.4.2 framgår det av artikel 47.1 i Emir att en central motpart bara får investera sina finansiella medel i kontanter eller mycket likvida finansiella instrument med minimala marknads- och kreditrisker. För andra typer av finansiella instrument eller tillgångar gäller som huvudregel ett investeringsförbud. Som nämns ovan finns dock i punkt 2 a i bilaga II till RTS 153 ett undantag från investeringsförbudet för derivatkontrakt som en central motpart ingår i syfte att säkra en portfölj hos en medlem på obestånd (som ett led i den centrala motpartens förfarande vid obestånd). Undantaget gäller under förutsättning att användningen begränsas till den tidsperiod som krävs för att minska den kredit- och marknadsrisk som den centrala motparten är exponerad mot. Av skäl 47 i RTS 153 kan även utläsas att undantaget ska tolkas restriktivt, vilket enligt Finansinspektionen medför att tillämpningen av kravet på en skyndsam avveckling av eventuella derivatkontrakt som en central motpart kan ha investerat i ska tillämpas strängt.

Utöver undantaget från investeringsförbudet i punkt 2 a i bilaga II till RTS 153, som avser tillämpningen av artikel 47 i Emir om riktlinjer för investeringar, finns inga uttryckliga bestämmelser om själva obeståndshanteringen i den delegerade förordningen.

Enligt Finansinspektionen står det klart att undantaget från investeringsförbudet bara syftar till att ge en central motpart möjlighet att *tillfälligt* hantera de risker som finns i positionerna, i omedelbar anslutning till obeståndshändelsen. Denna slutsats ligger också helt i linje med det som framgår av PFMI, till exempel påpekandet att det finns en ökande risk på grund av prisrörelser eller ändrade marknadsförhållanden i övrigt ju längre en central motparts egna medel exponeras för marknadsrörelser inom ramen för obeståndshantering (se avsnitt 3.13.4 i PFMI). Enligt Finansinspektionen innebär detta att en central motpart som vill tillämpa undantaget från investeringsförbudet måste åberopa omständigheter som visar att investeringen varit begränsad till den tidsperiod som krävts för att minska den kredit- och marknadsrisk som den centrala motparten varit exponerad mot.

4.2.3 Nasdaq Clearings inställning

Nasdaq Clearing har bestritt att företaget brutit mot investeringsförbudet och framfört bland annat följande.

Spegelkontrakten stängde fullständigt ute all kvarvarande kredit- och marknadsrisk och utgjorde därför en perfekt säkring av obeståndsportföljen. Det går därmed inte att tala om att en snar avyttring av kontrakten skulle krävas för att minska risken.

Även om det skulle anses ha funnits en kvarvarande kredit- och marknadsrisk är det Nasdaq Clearings inställning att det var nödvändigt för företaget att behålla spegelkontrakten så länge som motsvarande kontrakt i obeståndsportföljen fanns kvar. Om företaget skulle ha avyttrat spegelkontrakten innan den fallerade medlemmens motsvarande kontrakt hade löpt ut, skulle företaget åter ha exponerats för marknadsrisken i obeståndsmedlemmens kontrakt. Det kan inte ha varit avsikten med regleringen.

För det fall att investeringsförbudet skulle vara tillämpligt, har Nasdaq Clearing hävdatt att derivatkontrakten har fortsatt att bli attraktiva ur ett överlåtelseperspektiv även efter årsskiftet fram till den tidpunkt då de överläts. Det är enligt företaget också naturligt att överlåtelsen skedde i slutet av kvartalet för att ge tillräcklig tid för att operativt förbereda och genomföra flytten samt eftersom kontrakt i leverans inte går att flytta. Dessutom arbetade Nasdaq Clearing med överlåtelseprocessen under våren 2019, med syfte att överlåta kontrakten till en tredje part till en så låg kostnad som möjligt. Det fanns inte heller någon nackdel eller risk med att behålla kontrakten under denna tid, då Nasdaq Clearing hade behållit tillräckliga marginalsäkerheter för att täcka de betalningsskyldigheter som skulle uppkomma allt eftersom kontrakten i portföljen löpte ut samt då portföljen var perfekt säkrad.

4.2.4 Nasdaq Clearing har åsidosatt investeringsförbudet

Utgångspunkter för prövningen

Finansinspektionen konstaterar att Nasdaq Clearing, när obeståndshändelsen ägde rum, inledningsvis agerade snabbt och i enlighet med det som anges i regelverket. Någon faktisk avyttring av vare sig obeståndsmedlemmens positioner i obeståndsportföljen eller de positioner som Nasdaq Clearing tog i spegelportföljen, skedde dock inte förrän i juni 2019, det vill säga tio månader efter obeståndshändelsen.

Det är ostridigt att Nasdaq Clearing i samband med obeståndshändelsen investerade i derivatkontrakt när företaget skapade spegelportföljen.

Det sätt på vilket Nasdaq Clearing valde att agera innebar att företagets egna medel fram till i juni 2019 var exponerade mot marknadsrörelser i spegelportföljen, och i praktiken även i obeståndsportföljen. Nasdaq Clearings agerande resulterade i att företaget därmed kom att stå risken för eventuella prISRörelser i båda portföljerna.

Det är uppenbart att investeringarna i derivatkontrakt inledningsvis gjordes som ett led i Nasdaq Clearings hantering av obeståndshändelsen. Som framgått tillåter regelverket investeringar i sådana kontrakt om de sker för att säkra en portfölj hos en medlem på obestånd, men då endast under den tidsperiod som krävs för att minska den kredit- och marknadsrisk som den centrala motparten är exponerad mot. Den fråga som Finansinspektionen har att ta ställning till är om undantaget från investeringsförbudet var tillämpligt under hela den period som Nasdaq Clearing behöll exponeringen, det vill säga fram till juni 2019.

Förekomsten av kredit- och marknadsrisk

Vid denna bedömning kan först konstateras att Finansinspektionen inte delar Nasdaq Clearings syn på att obeståndsportföljen och spegelportföljen tillsammans var riskneutrala.

Det beror för det första på att Nasdaq Clearing, genom det upplägg med två portföljer som företaget valt, inte har haft en så kallad matchad bok. Förluster på ena sidan av en transaktion har inte till fullo kompensats av motsvarande vinster på andra sidan av samma transaktion. Detta har sin grund i att obeståndsportföljen och spegelportföljen – trots stor korrelation – bestod av kontrakt med olika egenskaper och villkor, exempelvis när det gäller avveckling. På grund av detta har marknadsvärderingen av kontrakten i de två portföljerna skilt sig åt.

För det andra har det uppstått en bristande kassaflödesmatchning genom att derivatkontrakten i obeståndsmedlemmens portfölj och kontrakten i spegelportföljen inte hade identiska villkor. Portföljerna innehöll derivatkontrakt

av olika typ, vilket medförde att vinster och förluster i obeståndsportföljen inte realiserades vid samma tidpunkt som motsvarande förluster och vinster i spegelportföljen. I avvaktan på att derivatkontrakten i de två portföljerna skulle förfalla och ge upphov till en motsvarande intäkt har Nasdaq Clearing därmed ansvarat för, och även behövt ersätta, bristen med egna medel.

För det tredje kan konstateras att Nasdaq Clearing i praktiken inte har behandlat obeståndsportföljen som en riskneutral position. Undersökningen visar således att Nasdaq Clearings marginalmodell renderade ett marginalsäkerhetskrav för de kvarvarande positionerna, om än ett relativt begränsat krav, när de till slut överläts till en tredje part år 2019.

Finansinspektionen avfärdar därför vad Nasdaq Clearing invänt om att det skulle vara fråga om en perfekt säkring. Det kan dessutom konstateras att Nasdaq Clearing i undersökningen har vidgått att det funnits brister i kassaflödesmatchningen och att det därmed funnits en risk, men anført att företaget hanterat denna risk genom att genomföra säkringstransaktioner. Företaget har då även medgett att alla obalanser i kassaflödesmatchningen inte har kunnat säkras, men invänt att den återstående bristen skulle täckas av obeståndsmedlemmens kvarvarande marginalsäkerheter som företaget behållit. Den brist som skulle uppstå under åren 2025 och 2026 skulle enligt företaget vara "försumbar" (1,6 miljoner euro) och företaget avsåg att täcka denna brist med dess överskottslikviditet. Fram till år 2025 och 2026 skulle marginalsäkerheterna helt täcka alla eventuella tidsförskjutningar i kassaflöden och därmed eliminera risken.

Finansinspektionen bedömer sammantaget att det under den aktuella perioden har funnits en kvarvarande kredit- och marknadsrisk som har kvarstått ända fram till dess att portföljerna överläts i juni 2019, tio månader efter obeståndshändelsen. Vad Nasdaq Clearing anført om hur det avsett att hantera risken och om sin tolkning och uppfattning om regelverket, motiverar inte någon annan bedömning.

Investeringsförbudet är tillämpligt

En central motpart som vill tillämpa undantaget från investeringsförbudet måste, som framgår ovan, åberopa omständigheter som visar att investeringen varit begränsad till den tidsperiod som krävs för att minska den kredit- och marknadsrisk som den centrala motparten varit exponerad mot.

Nasdaq Clearing har i denna del invänt att företaget avvaktat en mer gynnsam tidpunkt. Som framgått har Nasdaq Clearing behållit derivatkontrakten under en så pass lång tid som tio månader efter obeståndshändelsen. Under hela denna period har företagets egna medel varit exponerade mot kredit- och marknadsrisk, en risk som typiskt sett ökar ju längre tid en exponering finns kvar. Vid sådana förhållanden och då undantaget från investeringsförbudet ska tillämpas restriktivt, utgör inte Nasdaq Clearings invändning en godtagbar förklaring.

Inte heller kan undantaget från investeringsförbudet tillämpas med hänvisning till att företaget i faktisk mening behållit obeståndsportföljen under samma tid, vilket tycks vara Nasdaq Clearings uppfattning. Att inte mycket skyndsamt avyttra obeståndsportföljen har varit ett uppenbart medvetet val från företagets sida. I Emir finns inte något krav som ålagt Nasdaq Clearing att behålla obeståndsportföljen så länge som företaget har gjort. Det har inte heller funnits något faktiskt hinder mot att avveckla obeståndsportföljen tidigare. Således kan det i detta sammanhang noteras att den likvideringsperiod som företaget hade fastställt för huvuddelen av de derivatkontrakt som var inlagda på obeståndsmedlemmens clearingkonto var två till fyra dagar, det vill säga att det skulle ta två till fyra dagar att avveckla de aktuella positionerna till följd av ett eventuellt obestånd.

Det nu anförda innebär att Nasdaq Clearing inte har åberopat någon omständighet som berättigat företaget att behålla sin investering i derivat så länge som tio månader efter att obeståndshändelsen inträffat.

Slutsats

Enligt Finansinspektionens mening har Nasdaq Clearing alltså, genom att avyttra derivatkontrakten först tio månader efter obeståndshändelsen, åsidosatt investeringsförbudet för derivatkontrakt i artikel 47.1 i Emir. Genom sitt agerande har Nasdaq Clearing utsatt både företaget, och i förlängningen clearingmedlemmarna, för risk för ytterligare förluster. Ju längre tid företaget behöll positionerna, desto större har företagets potentiella risk blivit med anledning av förändringar i marknaden och andra faktorer. Det finns därför skäl att se allvarligt på det inträffade.

4.2.5 Informationsgivningen har missköts

Enligt artikel 36.1 i Emir gäller att en central motpart, när den tillhandahåller tjänster till sina clearingmedlemmar och i relevanta fall till medlemmarnas kunder, ska agera rättvist och professionellt i sina clearingmedlemmars och kunders intresse och i enlighet med sund riskhantering.

I samband med auktionen i september 2018 publicerade Nasdaq Clearing ett antal pressmeddelanden. I det första, som publicerades cirka klockan 23 den 12 september 2018, angav företaget bland annat följande: "The defaulting portfolio has been closed out according to Nasdaq Clearing's close-out procedures and has been fully contained."

I ett efterföljande meddelande, publicerat den 19 september 2018, beskrev företaget händelseförloppet under obeståndssituationen och angav att "the defaulting portfolio was closed out and the risk has been fully contained".

Nasdaq Clearing har anförut att pressmeddelandena förmedlade en korrekt bild till marknaden och medlemmarna. Företaget har i sitt yttrande till

Finansinspektionen angett att användningen av ”close out” skedde med referens till företagets egna rutiner och att det inte var en hänvisning till lagstiftningen på området. Därutöver anser företaget att det var korrekt att ange att portföljen hade blivit ”fully contained”, det vill säga helt hanterad.

Finansinspektionen håller inte med om att pressmeddelandena förmedlade en korrekt bild till marknaden och medlemmarna. Enligt Finansinspektionen är det uppenbart att ”close out” inom ramen för central motpartsclearing bara kan tolkas som en faktisk avveckling och avyttring av aktuella positioner. Eftersom Nasdaq Clearing har använt just detta begrepp i pressmeddelandena har företaget gett clearingmedlemmar och kunder anledning att tro att de aktuella positionerna har sålts. Vad Nasdaq Clearing invänt motiverar ingen annan bedömning.

Det är givetvis av central betydelse att Nasdaq Clearing, som systemviktig aktör, lämnar korrekta och rättvisande uppgifter. För att kunna förstå och bedöma riskerna förknippade med ett deltagande i en viss clearingverksamhet, är det av stor vikt för clearingmedlemmar och deras kunder att få korrekt information om de risker som den centrala motparten tagit på sig. Att pressmeddelandena felaktigt gav intryck av att positionerna hade avyttrats innebär enligt Finansinspektionen att det har funnits en risk för att clearingmedlemmar och kunder har vilseletts om de verkliga riskförhållandena som uppkom i och med obeståndssituationen. Genom att inte försäkra sig om att pressmeddelandet gav en korrekt bild av hanteringen har därför Nasdaq Clearing på ett klart och tydligt sätt åsidosatt sina skyldigheter enligt artikel 36.1 i Emir att agera rättvist och professionellt gentemot sina clearingmedlemmar och medlemmarnas kunder.

4.2.6 Finansinspektionens slutsatser om hanteringen av obeståndshändelsen

Finansinspektionen har konstaterat två överträdelser kopplade till att Nasdaq Clearing försatte en clearingmedlem på obestånd den 11 september 2018.

Nasdaq Clearing har åsidosatt investeringsförbudet. Det som auktionerades ut i anslutning till obeståndet var en portfölj bestående av derivatkontrakt som speglade marknadsrisken i obeståndsmedlemmens derivatkontrakt, inte obeståndsmedlemmens faktiska innehav. Först tio månader efter händelsen avyttrades obeståndsportföljen tillsammans med spegelportföljen. Även om Nasdaq Clearing inledningsvis agerade snabbt för att begränsa de omedelbara finansiella konsekvenserna för medlemmarna, har företaget därefter låtit lång tid förflyta innan derivatkontrakten avyttrades. Som ett resultat av den här hanteringen har företaget åsidosatt investeringsförbudet genom att det har behållit en kredit- och marknadsrisk i sin verksamhet som en central motpart inte ska ha.

Det finns enligt Finansinspektionen anledning att se mycket allvarligt på denna överträdelse. Genom att inte avyttra positionerna med derivatkontrakt tillräckligt skyndsamt har Nasdaq Clearing utsatt verksamheten och medlemmarna för en oacceptabel risk som har ökat med tiden eftersom potentiella kredit- och marknadsrisker typiskt sett ökar ju längre tid en viss position behålls. Detta är

därmed en risk som i förlängningen hade kunnat få konsekvenser för den finansiella stabiliteten.

Nasdaq Clearing har i denna del även brustit på så sätt att företaget inte agerat rättvist och professionellt i förhållande till sina medlemmar och deras kunder när det gett en missvisande bild av avvecklingen. Agerandet hade kunnat få allvarliga konsekvenser, särskilt med tanke på den roll som centrala motparter spelar i det finansiella systemet och att finansmarknadens aktörer är beroende av att känna till de risker som de kan vara exponerade mot när de anlitar den centrala motpartens tjänster.

5 Konfigureringsfel i marginalberäkningen

Som framgår ovan i avsnitt 3.4.1 och 2 utgör bestämmelserna om marginalsäkerheter i artikel 41 i Emir en del av de försiktighetskrav som gäller för en central motpart. Kravet enligt artikel 26.2 i Emir på att ett företag som driver en central motpart ska införa regler och rutiner som är tillräckligt effektiva för att reglerna i Emir ska följas, utgör en del av de organisatoriska krav som gäller för en central motpart.

Den 26 november 2018 rapporterade Nasdaq Clearing till Finansinspektionen att företaget hade identifierat ett fel i sina beräkningar av marginalsäkerhetskrav. Felet berodde på ett operativt misstag som gjordes år 2015 i konfigureringen av indata till den parameterberäkningsapplikation som användes vid beräkning av marginalsäkerhetskrav för portföljer som innehöll elcertifikat. Nasdaq Clearing hade upptäckt felet genom att den felaktiga konfigureringen i november 2018 gav upphov till uppenbart felaktiga marginalsäkerhetskrav jämfört med de krav som företagets modell, den så kallade SPAN-modellen, borde ha ställt.

Konfigureringsfelet uppstod genom att Nasdaq Clearing, när elcertifikaten år 2015 bytte underliggande valuta från euro till svenska kronor, inte konverterade tillbaka elcertifikaten, numera denominerade i svenska kronor, till euro. En sådan konvertering var nödvändig för att korrekt kunna netta denna typ av kontrakt mot nordiska elderivat som fortfarande var denominerade i euro.⁸ Om ett för stort belopp avräknas leder det till att marginalsäkerhetskravet blir lägre än vad det annars skulle vara. Om det i stället är ett för lågt belopp som avräknas leder det till att marginalsäkerhetskravet blir högre än vad det annars skulle vara. Felet innebar därmed att kontrakt med olika underliggande valutor nettades mot varandra. Detta ledde till en felaktig nettningsberäkning av marginalsäkerhetskraven, det vill säga felaktig avräkning mellan kontrakt. Det resulterade i sin tur i en risk för att det avräknades ett felaktigt belopp i portföljer med elcertifikat och nordiska elderivat och att marginalsäkerhetskravet därmed blev ett annat än vad det egentligen skulle ha varit.

⁸ För att nettningen mellan två kontrakt med olika underliggande valutor ska bli korrekt behöver de först konverteras till samma valuta.

Finansinspektionen har i denna undersökning granskat om det konfigureringsfel som Nasdaq Clearing upptäckte och rapporterade till Finansinspektionen har resulterat i felaktigt beräknade och inkrävda marginalsäkerheter från medlemmar. Finansinspektionen har även undersökt om företaget har haft tillräckliga styrformer, regler och rutiner för att kunna förhindra att felet uppstår.

5.1 Nasdaq Clearing har krävt in för lite marginalsäkerheter

Av artikel 41.1 och 41.2 i Emir framgår att en central motpart ska ta in tillräckliga marginalsäkerheter och att marginalsäkerheterna ska fastställas med tillämpning av modeller och parametrar. Modellerna och parametrarna ska bland annat ta hänsyn till riskegenskaper hos de clearade produkterna. Det är alltså inte förutbestämt enligt reglerna i Emir hur mycket marginalsäkerheter som ska tas in för en viss produkt, utan det avgörs av den uppskattade risken och de beräkningar som den centrala motparten gör med hjälp av sina modeller och parametrar.

Enligt artikel 24 i RTS 153 har den centrala motparten friheten och skyldigheten att fastställa ett lämpligt konfidensintervall för varje klass av finansiellt instrument med hänsyn till vissa grundkrav som framgår av artikeln. I artikel 24.1 fastställs den lägsta nivån för vad den centrala motparten kan bestämma som ett lämpligt konfidensintervall. Artikel 24.2 innehåller en uppräkningslista av en rad olika faktorer som den centrala motparten ska ta hänsyn till när den bestämmer lämpligt konfidensintervall.⁹ En central motpart ska alltså för varje klass av finansiellt instrument göra en bedömning av om det krävs ett högre konfidensintervall än den lägsta nivå som följer av regleringen.

I samband med att Nasdaq Clearing rapporterade in det aktuella konfigureringsfelet till Finansinspektionen tillhandahöll företaget uppgifter som visar att det den 26 november 2018, till följd av felet, tog in cirka 50 miljoner euro för lite i marginalsäkerheter från medlemmarna på råvarumarknaden (beräknat enligt SPAN-modellen och enligt det högre konfidensintervall på 99,5 procent som företaget då tillämpade). Den största enskilda avvikelserna för en medlem uppgick den dagen till cirka 42 miljoner euro.

Vid tidpunkten då konfigureringsfelet upptäcktes och för vilken dag Nasdaq Clearing har tillhandahållit siffror, det vill säga den 26 november 2018, tillämpade alltså företaget SPAN-modellen och ett konfidensintervall på 99,5 procent på aktuell marknad. Nasdaq Clearing bestrider emellertid att handhavandefelet utgör ett brott mot regelverket, i detta fall skyldigheten enligt artikel 41 i Emir att kräva och driva in en viss mängd marginalsäkerheter. Företaget menar att det inte spelar någon roll vilken modell man använder, så länge den leder till att företaget kräver in marginalsäkerheter som är tillräckliga

⁹ I den engelska lydelsen är det tydligt att den centrala motparten ska ta hänsyn till dessa faktorer utöver det golv som anges i artikel 24.1 i Emir. Den engelska lydelsen som inte översatts ordagrant lyder: "in addition consider at least the following factors:".

för att över en lämplig tidshorisont täcka förluster från minst 99 procent av exponeringsrörelserna, vilket är den lägsta nivån enligt artikel 24 i RTS 153.

Hur mycket marginalsäkerheter som en central motpart behöver ta in ska baseras på den beräkning som den centrala motparten gör för varje klass av finansiella instrument enligt artikel 24.2 i RTS 153. Detta följer av artikel 41.1 i Emir. Finansinspektionen anser därför, till skillnad från Nasdaq Clearing, att det är den modell som företaget enligt artikel 41.2 i Emir har ansökt om och fått godkänd av Finansinspektionen som avgör om företaget uppfyllt kravet på att ta in tillräckliga marginalsäkerheter.

Finansinspektionen konstaterar att det är ostridigt att Nasdaq Clearing den 26 november 2018 tagit in lägre marginalsäkerheter än vad som följer av den SPAN-modell som företaget ansökt om och fått godkänd. Redan detta innebär att företaget vid detta tillfälle inte levde upp till kraven på att kräva in tillräckliga marginalsäkerheter från sina medlemmar. Nasdaq Clearing har härigenom brutit mot artikel 41.1 i Emir.

5.2 Otillräckliga styrformer, regler och rutiner

Av artikel 26.1 och 26.2 i Emir följer att en central motpart ska ha stabila styrformer som bland annat omfattar effektiva metoder för att identifiera, hantera, övervaka och rapportera de risker som motparten är eller kan bli utsatt för, tillfredsställande rutiner för intern kontroll, samt regler och rutiner som är tillräckligt effektiva för att säkerställa att Emir följs.

Marginalsäkerheter utgör en viktig del i en central motparts riskhantering. Det är därför centralt att beräkningarna av säkerheterna blir korrekta. Risker för operativa fel kan framförallt hanteras genom tillräckliga och effektiva processer och rutiner samt lämpliga testförfaranden. Finansinspektionen förväntar sig därmed att en central motpart dels har rutiner och processer som begränsar risken för att operativa fel begås, dels utför lämpliga tester och kontroller innan förändringar sätts i produktion, i syfte att upptäcka eventuella fel som trots allt skett.

Det är ostridigt att Nasdaq Clearing missade ett viktigt moment i samband med att elcertifikat år 2015 bytte underliggande valuta från euro till svenska kronor. Felet har inneburit att det från den tidpunkten till dess felet upptäcktes och åtgärdades förelegat en konkret risk för att Nasdaq Clearing tagit in för lite marginalsäkerheter från vissa medlemmar jämfört med de krav som följer av Emir. Som redovisats har denna risk även förverkligats i och med att företaget i vart fall den 26 november 2018 tagit in för lite marginalsäkerheter från vissa medlemmar (se avsnitt 5.1).

Nasdaq Clearing har anfört att det inte utan vidare går att säga att företaget har brutit mot kraven i artikel 26 i Emir därför att ett handhavandefel skett vid ett tillfälle vid kalibrering av en beräkningsmodell. Det är enligt företaget ett synsätt som i praktiken skulle kräva ett strikt ansvar av företaget, eftersom det innebär

att om ett fel uppkommer kan man därav, utan vidare, dra slutsatsen att företaget också har haft otillräckliga metoder och rutiner. Enligt företaget är detta en alltför långtgående tolkning av lagstiftningen.

Enligt Finansinspektionens mening kan Nasdaq Clearings inställning knappast uppfattas på något annat sätt än att företaget försöker tona ner sitt ansvar för det fel som uppstått. När det rör sig om ändringar med påverkan på marginalmodellen krävs tillräckligt effektiva kontroller och tester för att upptäcka eventuella fel innan en förändring sätts i produktion. Nasdaq Clearing borde ha insett att den aktuella ändringen skulle komma att påverka nettningen och därigenom marginalkraven. Företaget borde därför ha kontrollerat om det använde korrekt indata, samt om olika backtester på samma underliggande portföljer gav motstridiga resultat. Genom effektiva processer och rutiner i kombination med lämpliga kontroller och tester borde ett operativt fel av den aktuella karaktären ha kunnat undvikas.

Finansinspektionen har inom ramen för undersökningen bett att få ta del av de rutiner som Nasdaq Clearing hade på plats vid tidpunkten för konfigureringen av indata år 2015. I sitt svar till Finansinspektionen har företaget kortfattat angett att det fanns rutiner för konfigurering av indata då felet skedde år 2015. Företaget har anfört att den ansvariga gruppen vid den aktuella tidpunkten bestod av två specialister som hanterade de relevanta modellerna, och – när det gäller frågan om dualitet – att det fanns en rutin som innebar att dessa två utförde kontroller av varandras arbete. Någon skriftlig dokumentation som beskriver denna rutin finns inte sparad hos företaget.

Finansinspektionen konstaterar att Nasdaq Clearings kortfattade svar på frågan om vilka rutiner företaget hade år 2015 är den information som myndigheten har att utgå från när det gäller vilka metoder och rutiner som företaget hade på plats det året. Företaget har inte beskrivit vad rutinen för konfigurering innebar vid denna tidpunkt, annat än att de två personer som arbetade med detta kontrollerade varandras arbete. Företaget har inte heller anfört att det gjorde några faktiska tester eller kontroller i samband med konfigureringen av indata (förutom *backtesting*).

Enligt Finansinspektionen visar utredningen att Nasdaq Clearing inte har haft tillfredsställande metoder och rutiner för att förhindra att konfigureringsfelet uppstod. Företaget har därför varken levt upp till kraven i artikel 26.1 eller 26.2 i Emir. Konfigureringsfelet har resulterat i felaktiga marginalsäkerhetsberäkningar och i att företaget tagit in för lite marginalsäkerheter vid i vart fall ett tillfälle. Finansinspektionen vill i detta sammanhang även anmärka att väl fungerande rutiner och riktlinjer för beräkningen av marginalsäkerheter är en förutsättning för att en central motpart ska kunna följa andra bestämmelser i regelverket, till exempel kravet på att en central motpart ska spara och uppdatera uppgifter om bland annat positioner och marginalsäkerheter i tio år (artikel 29 i Emir och artikel 14 i RTS 153).

5.3 Finansinspektionens slutsatser om marginalberäkningen

Finansinspektionen har kunnat konstatera att Nasdaq Clearing har brutit mot regelverket kopplat till beräkningen av marginalsäkerhetskrav genom att dels vid i vart fall ett tillfälle ha begärt in för lite marginalsäkerheter, dels saknat tillfredsställande metoder och rutiner för att förhindra att konfigureringsfelet uppstod. Det har enligt Finansinspektionens mening funnits en risk för att företaget har begärt in för lite marginalsäkerheter under hela den tid då felet bestått.

Eftersom bristerna har resulterat i att företaget rent faktiskt har tagit in för lite marginalsäkerheter ser Finansinspektionen allvarligt på det inträffade. Detta gäller särskilt utifrån den systemviktiga ställning som Nasdaq Clearing har i det finansiella systemet. Att beräkna och kräva in marginalsäkerheter utgör en av grundbultarna i en central motparts verksamhet. När Nasdaq Clearing gör ändringar som kan påverka marginalmodellen förväntar sig Finansinspektionen därför att företaget utför noggranna och lämpliga kontroller och tester i syfte att upptäcka eventuella fel innan en förändring sätts i produktion. Nasdaq Clearing har inte gjort det och företaget har inte heller haft tillräckliga regler och rutiner för att upptäcka det konfigureringsfel som gjordes år 2015.

6 Överväganden om ingripande

6.1 Tillämpliga bestämmelser

6.1.1. Emir

Det följer av artikel 20.1 d i Emir att Finansinspektionen, utan att det påverkar tillämpningen av artikel 22.3 i Emir, ska upphäva den centrala motpartens auktorisation om den allvarligt och systematiskt har åsidosatt något av kraven i Emir.

Enligt första stycket i artikel 22.3 i Emir ska varje medlemsstat se till att lämpliga administrativa åtgärder i enlighet med nationell lagstiftning kan vidtas eller införas mot ansvariga fysiska eller juridiska personer, om de inte följer Emir. Åtgärderna ska, enligt andra stycket i samma artikel, vara effektiva, proportionella och avskräckande och får inbegripa krav på korrigering åtgärder inom en fastställd tidsram.

6.1.2 Lagen om värdepappersmarknaden

Av 1 kap. 1 a § lagen om värdepappersmarknaden följer att för clearingverksamhet som består i att löpande träda in som motpart till både köpare och säljare av finansiella instrument gäller endast 25 kap. 1 §, 2 § andra stycket, 6, 8–11, 17, 25–28 och 29 §§ samma lag när det gäller ingripanden och 26 kap. 1 § samma lag när det gäller överklaganden.

Av 25 kap. 1 § följer att Finansinspektionen ska ingripa om en svensk clearingorganisation har åsidosatt sina skyldigheter enligt denna lag, andra författningar som reglerar företagets verksamhet, företagets bolagsordning, stadgar eller reglemente eller interna instruktioner som har sin grund i en författning som reglerar företagets verksamhet. Finansinspektionen ska då utfärda ett föreläggande att inom viss tid begränsa eller minska riskerna i rörelsen i något avseende, begränsa eller helt underlåta utdelning eller räntebetalningar eller vidta någon annan åtgärd för att komma till rätta med situationen, meddela ett förbud att verkställa beslut eller genom att göra en anmärkning. Om överträdelsen är allvarlig, ska företagets tillstånd återkallas eller, om det är tillräckligt, en varning meddelas.

Av 25 kap. 2 § andra stycket följer att Finansinspektionen får avstå från ingripande om en överträdelse är ringa eller ursäktlig, om företaget gör rättelse eller om någon annan myndighet eller något annat organ har vidtagit åtgärder mot företaget och dessa åtgärder bedöms tillräckliga.

Om en svensk clearingorganisation meddelats beslut om anmärkning eller varning enligt 25 kap. 1 § får Finansinspektionen enligt 25 kap. 8 § besluta att företaget ska betala en sanktionsavgift.

I 25 kap. 9 § anges gränserna för storleken på en sanktionsavgift. Enligt denna bestämmelse får sanktionsavgiften för en svensk clearingorganisation fastställas till högst det högsta av

1. ett belopp som per den 2 juli 2014 i kronor motsvarade fem miljoner euro,
2. tio procent av företagets omsättning eller, i förekommande fall, motsvarande omsättning på koncernnivå närmast föregående räkenskapsår, eller
3. två gånger den vinst som företaget gjort till följd av regelöverträdelsen, om beloppet går att fastställa.

Sanktionsavgiften får inte bestämmas till ett lägre belopp än 5 000 kronor. När sanktionsavgiftens storlek fastställs ska enligt 25 kap. 10 § särskild hänsyn tas till sådana omständigheter som anges i 25 kap. 2 och 2 a §§, samt till företagets finansiella ställning och, om det går att fastställa, den vinst som företaget gjort till följd av regelöverträdelsen.

6.2 Nasdaq Clearings inställning

Nasdaq Clearing har mot ett ingripande invänt att det saknas lagstöd för en sådan åtgärd eftersom den lagstiftning som är aktuell i ärendet inte är tillräckligt tydlig. Enligt Nasdaq Clearing har dessutom deltagandekraven granskats och godkänts av Finansinspektionen inom ramen för den årliga översynen som sker enligt artikel 21 i Emir. Att ingripa mot bristerna i deltagandekraven är därför, enligt företaget, inte möjligt med hänvisning till allmänna förvaltningsrättsliga principer.

Nasdaq Clearing har vidare hänvisat till de åtgärder som företaget har vidtagit med anledning av obeståndshändelsen och de brister som Finansinspektionen identifierat inom ramen för de undersökningar som är aktuella i det här beslutet.

Nasdaq Clearing har angett att det efter obeståndshändelsen startade en granskning av företagets riskramverk som har resulterat i ett åtgärdsprogram kallat "Risk Management Enhancement Program" (RMEP). Nasdaq Clearing har även angett att Finansinspektionens undersökningar har varit en mycket viktig del i detta arbete och att undersökningarna i stora delar har bekräftat de slutsatser som företaget självt drog efter obeståndshändelsen och som nu har omsatts inom ramen för RMEP. Enligt Nasdaq Clearing har undersökningarna även uppmärksammat företaget på ytterligare förbättringsmöjligheter – utöver vad som framkommit vid företagets egen undersökning – som företaget efter hand har genomfört. Företaget har även i delar omvärderat sin inställning och håller med Finansinspektionen om att det på vissa punkter finns utrymme för förbättring.

Nasdaq Clearing har i fråga om undersökningen av deltagandekraven anført att det funnits betydande utrymme för förbättring när det gäller företagets krav, rutiner och dokumentation i olika avseenden. Såväl finansiella som operativa tillträdeskrav har därför stärkts och konkretiserats samt kompletterats med riktlinjer på företagets webbplats som ytterligare förtydligar och konkretiserar kraven på ett transparent sätt. Företaget har vidare tagit bort möjligheten till undantag från tillträdeskraven samt ändrat clearingreglerna så att inga privatpersoner längre tillåts som medlemmar.

Trots sin inställning i sak har Nasdaq Clearing omarbetat kraven som avser operativ förmåga. Detta innebär att kraven har konkretiserats och att striktare krav har införts när det gäller en potentiell medlems organisation. Företaget har även publicerat riktlinjer på sin webbplats som förtydligar och konkretiserar de operativa kraven och hur de tillämpas.

När det gäller skyldigheten att ställa krav på tillräckliga ekonomiska medel har Nasdaq Clearing angett att åtgärder har vidtagits för att stärka upp dessa krav. Företaget har dels höjt minimikapitalkraven för vissa medlemskategorier, dels infört exponeringslimiter samt utvecklat och infört en miniminivå för kreditvärdering.

När det gäller skyldigheten att löpande se till att tillträdeskraven följs har Nasdaq Clearing anført att det inte anser att dess dittillsvarande ordning stått i strid med Emir, men att det delar Finansinspektionens bedömning att den löpande kontrollen kan förbättras. Företaget har därför infört en rad åtgärder. Det har bland annat, utöver de ovan nämnda exponeringslimiterna, förtydligat medlemmarnas notifieringsskyldighet samt infört kvartalsvis datainsamling från medlemmarna. För de medlemmar som bedömts innebära förhöjd risk gäller månadsvis datainsamling.

När det gäller vilka åtgärder som företaget har vidtagit avseende den årliga kontrollen av om medlemmarna uppfyller tillträdeskraven, har företaget hänvisat till det så kallade due diligence-formulär som företaget tillämpar sedan det fjärde kvartalet 2018.

I fråga om undersökningen av det upptäckta konfigureringsfelet har Nasdaq Clearing i sitt yttrande anfört att det ser mycket allvarligt på det inträffade och att företaget har vidtagit åtgärder för att försöka förebygga liknande fel och att det har utvecklat sitt testramverk för att minimera risken för att det inte upptäcker fel i ett tidigt skede.

6.3 Överträdelserna kräver ett ingripande

Finansinspektionens undersökningar visar att det har funnits betydande brister i hur Nasdaq Clearing har följt de organisatoriska krav, uppföranderegler och försiktighetskrav som gäller för en central motpart. De konstaterade bristerna har inneburit att Nasdaq Clearing har åsidosatt centrala skyldigheter enligt Emir som syftar till att hantera de risker som följer med systemviktig clearingverksamhet.

Nasdaq Clearing har invänt att lagstiftningen inte är tillräckligt tydlig för att Finansinspektionen ska kunna ingripa. Invändningen är anmärkningsvärd från en aktör som ska hantera de risker som systemviktig clearingverksamhet är förenad med. Det är Finansinspektionens bestämda uppfattning att de krav som ställs på Nasdaq Clearing framgår av lag som uppfyller erforderliga krav på tydlighet och förutsebarhet, i synnerhet som det handlar om lagstiftning som är riktad mot professionella aktörer som förväntas kunna sätta sig in i och tillämpa de högt ställda krav som följer av regelverket. Vad Nasdaq Clearing har invänt kan därför avfärdas.

Nasdaq Clearing har även anfört att Finansinspektionen, inom ramen för den översyn som ska göras enligt artikel 21 i Emir, har granskat och godkänt vissa delar av den verksamhet som är föremål för detta beslut, och att detta medför att myndigheten inte kan ingripa i dessa delar. Finansinspektionen delar inte den bedömningen. Enligt artikel 21.3 i Emir är det den behöriga myndigheten, i detta fall Finansinspektionen, som bestämmer omfattningen av den årliga översyn som ska göras enligt förordningen. Enligt Finansinspektionen har den översyn som Nasdaq Clearing hänvisar till, varit utformad och avgränsad på ett sådant sätt att den inte har medfört ett sådant ställningstagande eller beslut från myndigheten som förhindrar att de aktuella undersökningarna kan leda till ett ingripande. Den tidigare översynen utgör därför inte något hinder för Finansinspektionen att ingripa mot de konstaterade överträdelserna.

Vid en sammantagen bedömning är det uppenbart att det inte rör sig om överträdelser som är ringa eller ursäktliga. Det finns därför skäl att ingripa mot Nasdaq Clearing. Det förhållandet att Nasdaq Clearing numera har vidtagit åtgärder för att komma till rätta med vissa av bristerna motiverar inte någon annan bedömning.

6.4 Valet av ingripande

6.4.1 Nasdaq Clearing ska få en varning

Finansinspektionen konstaterar att undersökningarna visar att Nasdaq Clearing har haft betydande brister i företagets kärnverksamhet. Som framgår ovan kan bristerna kopplas till i princip alla kategorier av säkerhets- och sundhetskrav i regelverket. Redan detta talar för att överträdelserna ska ses som allvarliga.

De regler som Nasdaq Clearing har brutit mot är centrala för att en central motpart ska kunna hantera riskerna i verksamheten på ett adekvat sätt. Såväl åsidosättandet av investeringsförbudet efter obeståndshändelsen som konfigureringsfelet i marginalberäkningen visar tydligt att Nasdaq Clearing varit exponerat för otillåtna risker. Men även de bristfälliga deltagandekraven är klart graverande, då de visar att Nasdaq Clearing närmast saknat grundläggande insikter i behovet av att vidta tillräckliga åtgärder för att säkerställa att medlemmarna har förmåga att till exempel betala marginalsäkerheter och bidra till obeståndsfonden. Tillsammans med övriga brister som framgår av detta beslut har dessa överträdelser inneburit stora risker för det finansiella systemet – vilket särskilt obeståndshändelsen i september 2018 visar. Genom överträdelserna har Nasdaq Clearing också riskerat att skada förtroendet för clearingverksamhet i allmänhet. Det motiverar en sträng bedömning.

Sammanfattningsvis bedömer Finansinspektionen att överträdelserna innebär att Nasdaq Clearing på ett allvarligt sätt har brutit mot flera grundläggande krav i Emir. Företaget har åsidosatt organisatoriska krav, uppföranderegler och försiktighetskrav, det vill säga samtliga aspekter av de krav på verksamheten som regleras i Emir, med undantag för vissa bestämmelser om beräkningar och rapportering. Det rör sig därmed om så pass allvarliga överträdelser att det finns skäl att överväga ett ingripande som innebär att Nasdaq Clearing inte längre får bedriva sin verksamhet. En åtgärd av detta slag är dock mycket långtgående och måste vägas mot bland annat att Nasdaq Clearing har initierat åtgärder, och planerar att vidta ytterligare åtgärder, som påtagligt minskar risken för nya eller likartade regelöverträdelser (jfr prop. 2006/07:115 s. 499). Vid en samlad bedömning anser därför Finansinspektionen att sanktionen ska stanna vid en varning.

6.4.2 Varningen ska förenas med en sanktionsavgift

Ett ingripande ska, förutom att vara effektivt och proportionerligt, även vara avskräckande. Den varning som Finansinspektionen meddelar Nasdaq Clearing ska därför förenas med en sanktionsavgift.

Den lägsta lagstadgade sanktionsavgiften är 5 000 kronor.

Finansinspektionen måste fastställa det högsta belopp som sanktionsavgiften får uppgå till ("taket" för sanktionsavgiften) utifrån de förutsättningar som gäller i varje enskilt fall. Det har inte gått att fastställa om och i så fall vilken vinst

Nasdaq Clearing har gjort, eller vilka kostnader företaget har undvikit, till följd av regelöverträdelsen. Ett tak för sanktionsavgiften bestämt utifrån företagets, eller koncernens, omsättning i det här beslutet (se nedan) kommer att överstiga ett belopp motsvarande fem miljoner euro. Taket för sanktionsavgiften ska därför bestämmas utifrån omsättningen.

Sanktionsavgiften får därmed uppgå till högst tio procent av företagets eller, i förekommande fall, koncernens omsättning närmast föregående räkenskapsår. Eftersom Nasdaq Clearing ingår i en koncern är det koncernens omsättning som anger taket. Som grund för bedömningen har Finansinspektionen därför använt koncernredovisningen för Nasdaq, Inc.

Nasdaq Clearings nettoomsättning uppgick enligt den senaste tillgängliga årsredovisningen för år 2019 till 563 miljoner kronor, medan motsvarande omsättning på koncernnivå uppgick till 4 262 miljoner amerikanska dollar vilket omräknat enligt dollarns genomsnittskurs¹⁰ motsvarar drygt 40 320 miljoner svenska kronor. Taket för sanktionsavgiften uppgår därför till cirka 4 032 miljoner kronor, vilket motsvarar tio procent av koncernens omsättning.

Sanktionsavgiften ska således bestämmas till ett belopp mellan 5 000 kronor och 4 032 miljoner kronor.

Sanktionsavgiftens storlek ska ses som en gradering av överträdelserna. När Finansinspektionen bestämmer storleken på en sanktionsavgift ska myndigheten bland annat ta hänsyn till hur allvarliga överträdelserna har varit och hur länge de har pågått. Särskild hänsyn ska tas till överträdelsernas art, deras konkreta och potentiella effekter på det finansiella systemet, skador som har uppstått och graden av ansvar. Sanktionsavgiften ska vara effektiv, avskräckande och proportionerlig.

Vid bestämmandet av sanktionsavgiftens storlek måste hänsyn även tas till att sanktionsavgifterna i regelverket generellt sett har höjts de senaste åren, och att storleken på koncernens omsättning numera ska få ett genomslag i bedömningen. Samtidigt bör avgiften inte sättas så högt att det enskilda företagets finansiella ställning hotas.

Finansinspektionen har i föregående avsnitt redogjort för myndighetens bedömning av överträdelserna. De omständigheter som där har tagits upp när det gäller val av ingripande, är också sådana att de bör beaktas när myndigheten bestämmer sanktionsavgiftens storlek. Med hänvisning till den redogörelsen kan Finansinspektionen konstatera att det föreligger en rad graverande omständigheter och att begångna överträdelser är allvarliga. Enligt Finansinspektionen visar de på ett påtagligt sätt att Nasdaq Clearing har försummat att försäkra sig om att verksamheten utförs i enlighet med gällande regler på centrala områden. Nasdaq Clearing har särskilt underskattat sin roll

¹⁰ Finansinspektionen har i den här uträkningen utgått från en genomsnittskurs för den amerikanska dollarn på 9 kronor 46 öre.

som systemviktig aktör i det finansiella systemet genom att ta oacceptabla risker, vilket i förlängningen har kunnat innebära ett hot för den finansiella stabiliteten, inte bara i Sverige. Det verkar i klart höjande riktning när sanktionsavgiften ska bestämmas.

Finansinspektionen vill i detta sammanhang särskilt framhålla den otillåtna risk som Nasdaq Clearing tog inom ramen för sin obeståndshantering när företaget exponerade sina egna medel för en kredit- och marknadsrisk genom att i strid med regelverket åsidosätta investeringsförbudet i Emir under en inte obetydlig tid. Det faktum att obeståndshändelsen rörde en relativt sett mindre clearingmedlem, men ändå fick mycket allvarliga ekonomiska konsekvenser, visar tydligt att de potentiella effekterna på det finansiella systemet av överträdelserna hade kunnat bli betydande.

Med hänvisning till det anförda och för att sanktionsavgiften ska bli avskräckande och proportionerlig i relation till överträdelsernas allvar krävs att sanktionsavgiften i detta fall sätts till ett betydligt högre belopp än vad som hade varit fallet om Nasdaq Clearing inte varit en del av en koncern. Detta gäller i synnerhet som överträdelserna har begåtts i ett systemviktigt mindre företag som är en del av en stor koncern med betydande inflytande på infrastrukturen på finansmarknaderna.

Som anges ovan uppgår taket för sanktionsavgiften i detta fall till cirka 4 032 miljoner kronor. Det motiverar att sanktionsavgiften, vid en samlad bedömning, bestäms till 300 miljoner kronor. Finansinspektionen har då även tagit hänsyn till de åtgärder som Nasdaq Clearing har åtagit sig att genomföra samt att Nasdaq Clearing har en omsättning på 563 miljoner kronor och mer än väl uppfyller det kapitalkrav på ca 650 miljoner kronor som gäller för företaget enligt Emir.

Sanktionsavgiften faktureras av Finansinspektionen när beslutet har vunnit laga kraft.

FINANSINSPEKTIONEN

Sven-Erik Österberg
Styrelseordförande

Magnus Schmauch
Rådgivare

Beslutet har fattats av Finansinspektionens styrelse (Sven-Erik Österberg, ordförande, Maria Bredberg Pettersson, Peter Englund, Astri Muren, Stefan Nyström, Mats Walberg och Charlotte Zackari) efter föredragning av rådgivaren Magnus Schmauch. I den slutliga handläggningen har också chefsjuristen Eric Leijonram, områdeschefen Malin Omberg, tillförordnade biträdande avdelningschefen Anna Svensson och biträdande avdelningschefen Andreas Heed, deltagit.

Bilagor

Bilaga 1 – Hur man överklagar

Bilaga 2 – Tillämpliga bestämmelser

Kopia: Nasdaq Clearing Aktiebolags verkställande direktör



DELGIVNINGSKVITTO

FI Dnr 18-23053
FI Dnr 18-23054
FI Dnr 18-24342
Delgivning nr 1

Finansinspektionen
Box 7821
SE-103 97 Stockholm
[Brunnsgatan 3]
Tel +46 8 408 980 00
Fax +46 8 24 13 35
finansinspektionen@fi.se
www.fi.se

Handling:

Beslut avseende varning och sanktionsavgift till Nasdaq Clearing Aktiebolag,
meddelat den **27 januari 2021**

Jag har denna dag, i egenskap av firmatecknare, tagit del av handlingen.

..... DATUM NAMNTECKNING
 NAMNFÖRTYDLIGANDE
 EV. NY ADRESS

Detta kvitto ska sändas tillbaka till Finansinspektionen **omgående**. Om kvittot inte skickas tillbaka kan delgivning ske på annat sätt, t.ex. genom stämningsman.

Om du använder det bifogade kuvertet är återsändandet gratis.

Glöm inte att **ange datum** för mottagandet.

Hur man överklagar

Om ni anser att beslutet är felaktigt kan ni överklaga det genom att skriva till förvaltningsrätten. Ställ överklagandet till Förvaltningsrätten i Stockholm, men skicka det till Finansinspektionen, Box 7821, 103 97 Stockholm, eller till finansinspektionen@fi.se.

Ange följande i överklagandet:

- Namn, personnummer eller organisationsnummer, postadress, e-postadress och telefonnummer
- Vilket beslut ni överklagar och ärendets nummer
- Vilken ändring ni vill ha och varför ni anser att beslutet ska ändras.

Om ni anlitar ett ombud, ska ombudets namn, postadress, e-postadress och telefonnummer anges.

Överklagandet ska ha kommit in till Finansinspektionen inom tre veckor från den dag ni fått del av beslutet.

Om överklagandet har kommit in i rätt tid kommer Finansinspektionen att pröva om beslutet ska ändras och sedan skicka överklagandet, handlingarna i det överklagade ärendet och eventuellt nytt beslut till Förvaltningsrätten i Stockholm.

Bilaga 2

Tillämpliga bestämmelser

Översyn

Av artikel 21.1 i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (Emir) framgår att de behöriga myndigheter som avses i artikel 22 ska se över de system, strategier, processer och mekanismer som de centrala motparterna har genomfört för att följa denna förordning samt utvärdera de risker, inbegripet åtminstone finansiella och operativa risker, som dessa centrala motparter är eller kan vara exponerade mot.

Av artikel 21.3 i Emir följer att de behöriga myndigheterna ska fastställa hur ofta och hur ingående den översyn och utvärdering som avses i punkt 1 ska genomföras, med särskilt beaktande av verksamhetens storlek, systemvikt, art, omfattning, komplexitet och sammankoppling med andra finansmarknadsinfrastrukturer hos de berörda centrala motparterna. Översynen och utvärderingen ska uppdateras minst en gång per år.

Organisatoriska krav

Av artikel 26.1 i Emir framgår att en central motpart ska ha stabila styrformer, som omfattar en tydlig organisationsstruktur med en väldefinierad, transparent och konsekvent ansvarsfördelning, effektiva metoder för att identifiera, hantera, övervaka och rapportera de risker som denna motpart är eller kan bli utsatt för samt ha tillfredsställande rutiner för intern kontroll, däribland sunda förfaranden för administration och redovisning.

Av artikel 26.2 i Emir framgår vidare att central motpart ska införa regler och rutiner som är tillräckligt effektiva för att säkerställa att Emir följs, inklusive ledningens och de anställdas efterlevnad av alla bestämmelser i Emir.

Uppföranderegler

Emir

Av artikel 36.1 i Emir framgår att när en central motpart tillhandahåller tjänster till sina clearingmedlemmar och i relevanta fall till dess kunder ska den agera rättvist och professionellt i sådana clearingmedlemmars och kunders intresse och i enlighet med sund riskhantering.

Av artikel 37.1 i Emir framgår att en central motpart ska fastställa kategorier, vid behov per clearad produkttyp, av godtagbara clearingmedlemmar och tillträdeskraven efter samråd med riskkommittén i enlighet med artikel 28.3. Sådana kriterier ska vara icke-diskriminerande, transparenta och objektiva, så att rättvist och öppet tillträde till den centrala motparten säkerställs, och de ska säkerställa att clearingmedlemmarna har tillräckliga ekonomiska medel och

operativ förmåga för att fullgöra skyldigheterna som följer av deltagande i en central motpart. Kriterier för att begränsa tillträdet ska endast tillåtas om syftet är att kontrollera riskerna för den centrala motparten.

Av artikel 37.2 i Emir framgår att central motpart löpande ska se till att kraven enligt punkt 1 efterlevs och ska i god tid få tillgång till de uppgifter som är relevanta för en sådan bedömning. En central motpart ska minst årligen göra en omfattande genomgång av om dess clearingmedlemmar följer denna artikel.

Försiktighetskrav

Emir

Av artikel 41.1 i Emir framgår att en central motpart ska, för att begränsa sin kreditexponering, tillämpa, kräva och driva in marginalsäkerheter från sina clearingmedlemmar och i tillämpliga fall från de centrala motparter som den har samverkansöverenskommelse med. Sådana säkerheter ska vara tillräckliga för att täcka eventuella exponeringar som den centrala motparten beräknar skulle kunna föreligga tills motsvarande positioner avvecklats. De ska även vara tillräckliga för att över en lämplig tidshorisont täcka förluster från minst 99 procent av exponeringsrörelserna och ska trygga att en central motpart åtminstone på dagsbasis från alla sina clearingmedlemmar har fullständiga säkerheter för alla sina exponeringar, och i tillämpliga fall från de centrala motparter som den har samverkansöverenskommelser med. En central motpart ska regelbundet övervaka och vid behov se över nivån på marginalsäkerheterna, så att dessa återspeglar nuvarande marknadsförhållanden, och därvid ta hänsyn till eventuella procykliska effekter av sådana översyner.

Av artikel 41.2 i Emir framgår vidare att för fastställandet av sina marginalsäkerheter ska en central motpart tillämpa modeller och parametrar som inbegriper de clearade produkternas riskegenskaper och tar hänsyn till intervallet mellan indrivningar av marginalsäkerheter, till marknadens likviditet och till möjliga förändringar under transaktionens löptid. Modellerna och parametrarna ska godkännas av den behöriga myndigheten, efter ett yttrande i enlighet med artikel 19.

Av artikel 47.1 i Emir framgår att en central motpart endast ska investera sina finansiella medel i kontanter eller mycket likvida finansiella instrument med minimala marknads- och kreditrisker. En central motparts investeringar ska kunna realiseras snabbt och med minimala negativa pris effekter.

Av artikel 48.2 i Emir framgår att central motpart vid obestånd ska agera snabbt för att begränsa förluster och likviditetspåfrestningar, och ska se till att avvecklingen av en clearingmedlems positioner inte stör den centrala motpartens verksamhet eller utsätter clearingmedlemmar som inte är på obestånd för förluster som de inte kunde förutse eller kontrollera.

RTS 153

De allmänna kraven på marginalsäkerhet i artikel 41 i Emir förtydligas i artiklarna 24-26 i Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 153/2013¹¹ (RTS 153).

Av artikel 24.1 i RTS 153 framgår att centrala motparter ska beräkna initialsäkerheter för att täcka exponeringar som uppstår till följd av marknadsutvecklingen och för varje finansiellt instrument som säkerhet ställs för på produktbasis, under den tidsperiod som fastställs i artikel 25 och för den tidsperiod för likvidering av positionen som fastställs i artikel 26. Vid beräkningen av initialsäkerheter ska centrala motparter åtminstone rätta sig efter följande konfidensintervall:

- a) 99,5 procent för OTC-derivat.
- b) 99 procent för andra finansiella instrument än OTC-derivat.

Av artikel 24.2 i RTS 153 framgår att för att fastställa lämpliga konfidensintervall för varje klass av finansiella instrument som de clearar, ska centrala motparter åtminstone ta hänsyn till följande faktorer:

- a) Komplexitet och grad av prisosäkerhet för klassen av finansiella instrument som kan begränsa valideringen av beräkningen av initial- och variationssäkerheter.
- b) Riskegenskaperna för klassen av finansiella instrument som kan omfatta volatilitet, duration, likviditet, icke-linjära prisegenskaper, plötsliga obestånd (jump to default) och korrelationsrisk.
- c) I vilken grad andra riskkontroller inte på ett adekvat sätt begränsar kreditexponeringarna.
- d) Den inneboende hävstången i klassen av finansiella instrument, t.ex. om klassen av finansiella instrument är mycket volatil, starkt koncentrerad till ett fåtal marknadsaktörer eller kan vara svår att sälja av.

Reglerna om investeringar regleras ytterligare i artiklarna 43-46 i RTS 153 och i bilaga I och II i RTS 153. Av skäl 47 i RTS 153 framgår att bestämmelserna innebär ett investeringsförbud avseende derivat. Av bilaga II till RTS 153 framgår att vid tillämpningen av artikel 47.1 i Emir kan finansiella instrument betraktas som mycket likvida finansiella instrument med minimal kredit- och marknadsrisk, om de uppfyller de villkor som anges där. Av punkt 2 i bilaga II till RTS 153 framgår att derivatkontrakt kan betraktas som mycket likvida finansiella instrument med minimal kredit- och marknadsrisk, om de ingås i följande syften:

¹¹ Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 153/2013 av den 19 december 2012 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 med avseende på tekniska tillsynsstandarder för krav på centrala motparter, i dess lydelse efter den 16 juni 2016.

- a) För att säkra en portfölj hos en clearingmedlem på obestånd, som ett led i den centrala motpartens förfarande vid obestånd, eller
- b) för att säkra exponering mot valutarisk som är en följd av dess system för hantering av likviditetsrisk som har inrättats i enlighet med kapitel VIII.

Om derivatkontrakt används under sådana omständigheter, ska användningen begränsas till derivatkontrakt för vilka tillförlitliga prisuppgifter regelbundet offentliggörs och till den tidsperiod som krävs för att minska den kredit- och marknadsrisk som den centrala motparten är exponerad mot.



Hur man överklagar

FR-03

Vill du att beslutet ska ändras i någon del kan du överklaga. Här får du veta hur det går till.

Överklaga skriftligt inom 3 veckor

Tiden räknas oftast från den dag som du fick del av det skriftliga beslutet. I vissa fall räknas tiden i stället från beslutets datum. Det gäller om beslutet avkunnades vid en muntlig förhandling, eller om rätten vid förhandlingen gav besked om datum för beslutet.

För en part som företräder det allmänna (till exempel myndigheter) räknas tiden alltid från den dag domstolen meddelade beslutet.

Observera att överklagandet måste ha kommit in till domstolen när tiden går ut.

Vilken dag går tiden ut?

Sista dagen för överklagande är samma veckodag som tiden börjar räknas. Om du exempelvis fick del av beslutet måndagen den 2 mars går tiden ut måndagen den 23 mars.

Om sista dagen infaller på en lördag, söndag eller helgdag, midsommarafton, julafton eller nyårs-afton, räcker det att överklagandet kommer in nästa vardag.

Så här gör du

1. Skriv förvaltningsrättens namn och målnummer.
2. Förklara varför du tycker att beslutet ska ändras. Tala om vilken ändring du vill ha och varför du tycker att kammarrätten ska

ta upp ditt överklagande (läs mer om prövningstillstånd längre ner).

3. Tala om vilka bevis du vill hänvisa till. Förklara vad du vill visa med varje bevis. Skicka med skriftliga bevis som inte redan finns i målet.
4. Lämna namn och personnummer eller organisationsnummer.

Lämna aktuella och fullständiga uppgifter om var domstolen kan nå dig: postadresser, e-postadresser och telefonnummer.

Om du har ett ombud, lämna också ombudets kontaktuppgifter.
5. Skicka eller lämna in överklagandet till förvaltningsrätten. Du hittar adressen i beslutet.

Vad händer sedan?

Förvaltningsrätten kontrollerar att överklagandet kommit in i rätt tid. Har det kommit in för sent avvisar domstolen överklagandet. Det innebär att beslutet gäller.

Om överklagandet kommit in i tid, skickar förvaltningsrätten överklagandet och alla handlingar i målet vidare till kammarrätten.

Har du tidigare fått brev genom förenklad delgivning kan även kammarrätten skicka brev på detta sätt.

Prövningstillstånd i kammarrätten

När överklagandet kommer in till kammarrätten tar domstolen först ställning till om målet ska tas upp till prövning.

Kammarrätten ger prövningstillstånd i fyra olika fall.

- Domstolen bedömer att det finns anledning att tvivla på att förvaltningsrätten dömt rätt.
- Domstolen anser att det inte går att bedöma om förvaltningsrätten dömt rätt utan att ta upp målet.
- Domstolen behöver ta upp målet för att ge andra domstolar vägledning i rättslämpningen.
- Domstolen bedömer att det finns synnerliga skäl att ta upp målet av någon annan anledning.

Om du *inte* får prövningstillstånd gäller det överklagade beslutet. Därför är det viktigt att i överklagandet ta med allt du vill föra fram.

Vill du veta mer?

Ta kontakt med förvaltningsrätten om du har frågor. Adress och telefonnummer hittar du på första sidan i beslutet.

Mer information finns på www.domstol.se.

HUR MAN ÖVERKLAGAR

Den som vill överklaga kammarrättens avgörande ska skriva till Högsta förvaltningsdomstolen. Skrivelsen ställs alltså till Högsta förvaltningsdomstolen *men ska skickas eller lämnas till kammarrätten*.

Överklagandet ska ha kommit in till kammarrätten *inom tre veckor* från den dag då klaganden fick del av beslutet. Om beslutet har meddelats vid en muntlig förhandling, eller det vid en sådan förhandling har angetts när beslutet kommer att meddelas, ska dock överklagandet ha kommit in inom tre veckor från den dag domstolens beslut meddelades. Tiden för överklagande för det allmänna räknas dock från den dag beslutet meddelades.

Om sista dagen för överklagande infaller på en lördag, söndag eller helgdag, midsommar-, jul- eller nyårsafton, räcker det att skrivelsen kommer in nästa vardag.

För att ett överklagande ska kunna tas upp i Högsta förvaltningsdomstolen krävs att *prövningstillstånd* meddelas. Högsta förvaltningsdomstolen lämnar prövningstillstånd om det är av vikt för ledning av rättstillämpningen att överklagandet prövas eller om det finns synnerliga skäl till sådan prövning, såsom att det finns grund för resning eller att målets utgång i kammarrätten uppenbarligen beror på grovt förbiseende eller grovt misstag.

Om prövningstillstånd inte meddelas står kammarrättens beslut fast. Det är därför viktigt att det klart och tydligt framgår av överklagandet till Högsta förvaltningsdomstolen varför man anser att prövningstillstånd bör meddelas.

Skrivelsen med överklagande ska innehålla följande uppgifter:

1. den klagandes namn, person-/organisationsnummer, postadress, e-postadress och telefonnummer till bostaden och mobiltelefon. Dessutom ska adress och telefonnummer till arbetsplatsen och eventuell annan plats där klaganden kan nå för delgivning lämnas om dessa uppgifter inte tidigare uppgetts i målet. Om klaganden anlitar ombud, ska ombudets namn, postadress, e-postadress, telefonnummer till arbetsplatsen och mobiltelefonnummer anges. Om någon person- eller adressuppgift ändras är det viktigt att anmälan snarast görs till Högsta förvaltningsdomstolen
2. det beslut som överklagas med uppgift om kammarrättens namn, målnummer samt dagen för beslutet
3. de skäl som klaganden vill åberopa för sin begäran om att få prövningstillstånd
4. den ändring av kammarrättens beslut som klaganden vill få till stånd och skälen för detta
5. de bevis som klaganden vill åberopa och vad han/hon vill styrka med varje särskilt bevis.