



Nasdaq Oslo ASA
Postboks 443 Skøyen
0213 OSLO

VÅR REFERANSE
18/9553

DERES REFERANSE

UNNTATT OFFENTLIGHET
Offl. § 13 1. ledd, jf. fvl. § 13
1. ledd nr. 2
(gjelder merkede avsnitt)

DATO
07.01.2019

Merknader - endelig rapport etter tilsyn

1. Innledning

Finanstilsynet gjennomførte høsten 2018 tilsyn hos Nasdaq Oslo ASA (heretter omtalt som «Nasdaq Oslo» eller «Foretaket»).

I brev datert 20. september 2018 anmodet Finanstilsynet Foretaket om å oversende en rekke dokumenter, lydlogger, statistikk mv. Dokumentasjonen ble oversendt per e-post 10. oktober 2018 sammen med et forklarende notat. Finanstilsynet ba om mer informasjon ved senere anledninger. Finanstilsynets foreløpige rapport ble oversendt 22. november 2018 til Foretakets styre (heretter omtalt som «Styret»). Styret kommenterte den foreløpige rapporten i brev datert 10. desember 2018 (heretter omtalt som «Tilsvaret»). Det har etter Tilsvaret også vært ytterligere korrespondanse mellom Foretaket og Finanstilsynet.

Tilsynet ble iverksatt på bakgrunn av den misligholdssituasjonen som oppstod hos den sentrale motparten Nasdaq Clearing AB (heretter omtalt som «Nasdaq Clearing») 11. september 2018. Nasdaq Clearing har tillatelse fra den svenske *Finansinspektionen*. Misligholdet oppstod da børs- og clearing-medlemmet Einar Aas ikke klarte å stille nødvendig sikkerhet overfor Nasdaq Clearing for sine forpliktelser i forbindelse med derivattransaksjoner inngått på den norske børsen Nasdaq Oslo. Nasdaq Clearing stengte posisjonene hans. Som følge av misligholdet oppsto det et betydelig tap som i stor grad måtte dekkes av Nasdaq Clearings misligholdsfond. Misligholdet og Nasdaq Clearings håndtering av dette følges opp av *Finansinspektionen*.

Selv om misligholdet oppstod overfor Nasdaq Clearing, fant Finanstilsynet det naturlig å følge opp den norske handelsplassen der de aktuelle derivattransaksjonene fant sted.

Finanstilsynet har under tilsynet sett særlig på Foretakets risikostyring og internkontroll, forholdet mellom Foretaket og Nasdaq Clearing, medlemsvilkår og -oppfølging (særlig om Einar Aas' medlemskap), posisjonsregimet for varederivater og store enkeltaktørers betydning for Foretaket.

Rapporten dekker ikke utkontraktering av IKT-tjenester eller spørsmål om det har vært brudd på reglene om markedsatferd. Finanstilsynet har gjennomført undersøkelser av markedsatferden på handelsplassen forut for og under misligholdssituasjonen hos Nasdaq Clearing. *Finansinspektionen*

gjennomfører også tilsynsaktiviteter på dette området. Finanstilsynet er i dialog med *Finansinspektionen* om dette arbeidet. Eventuelle kommentarer til disse forholdene vil først gis når samtlige tilsynsaktiviteter på dette området er avsluttet.

Nasdaq bruker engelsk som konsernspråk. For å unngå misforståelser, vil Finanstilsynet i stor grad benytte engelske betegnelser på organer, funksjoner, retningslinjer, rutiner mv. i disse endelige merknadene.

Børsloven og MiFID II-forskriften ble opphevet 1. januar 2019. De fleste av disse reglene er flyttet til verdipapirhandelloven. Finanstilsynets vurderinger bygger på regelverket som gjaldt da tilsynet ble gjennomført. Det henvises derfor til gammel lov, men det er inntatt henvisninger til gjeldende regler. Dette har ingen materiell betydning for tilsynet.

2. Oppsummering

Foretaket er et lite foretak i et stort konsern med mange fellesfunksjoner og felles dokumentasjon. Mange tjenester utføres av andre foretak i konsernet etter omfattende utkontrakteringsavtaler.

Finanstilsynet har identifisert utfordringer i Foretakets bruk av fellesfunksjoner og den felles dokumentasjonen. Finanstilsynet har forståelse for at Foretaket, som del av et større konsern, finner det hensiktsmessig å benytte konsernets felles organer, planer, policyer, retningslinjer og rutiner. Dette må imidlertid ikke gå på bekostning av presisjonsnivå og tilpasning til Foretakets faktiske virksomhet.

Finanstilsynet påpeker at konsernperspektivet kan medføre at foretaksspesifikke risikoer kan bli nedprioritert både i omtale og i tiltak, da disse anses, og kan være, små i et konsernperspektiv. Finanstilsynet viser til at en organisering med felles dokumenter og forumer på nordisk nivå krever særskilt aktsomhet fra Foretakets ledelse og styre for å sikre at disse er tilpasset Foretakets faktiske virksomhet og identifiserer, håndterer og dokumenterer de særskilte risikoene som Foretaket er utsatt for. Dette er særlig viktig når Foretaket, i motsetning til de andre nordiske handelsplassene i konsernet, er en ren varederivatbørs.

Det er Finanstilsynets vurdering at Styret ikke i tilstrekkelig grad har sørget for dokumentert lokal tilpasning av vedtatte planer, policyer, retningslinjer, rutiner og rapporter som sikrer at internkontrollen kan gjennomføres og dokumenteres på forsvarlig måte. Finanstilsynet antar at et eksternt styremedlem i Foretaket kan bidra til større oppmerksomhet om Foretakets særlige forhold.

Det er Finanstilsynets vurdering at Foretaket ikke har en tilstrekkelig bevisst og formalisert fordeling av ressursene mellom Foretaket og den norske filialen av Nasdaq Clearing. Finanstilsynet finner at virksomheten i de to foretakene i stor grad har blitt blandet sammen, noe som kan føre til uklare ansvarsforhold og rapporteringslinjer, samt manglende håndtering av eventuelle interessekonflikter mellom de to foretakene. Sammenblandingen kan også føre til manglende oppmerksomhet om de særskilte forhold som utelukkende gjelder Foretaket.

Finanstilsynet er enig i at Foretaket ikke har et selvstendig ansvar for å overvåke posisjongrensene fastsatt av Finanstilsynet. Det er imidlertid Finanstilsynets vurdering at Foretakets tilnærming med ikke å føre noen kontroller fram til det eventuelt fastsetter egne grenser, ikke oppfyller kravene til posisjonshåndtering i MiFID II-forskriften (nå verdipapirhandelloven).

Foretaket skal påse at børsmedlemmene til enhver tid er egnet til å delta i handelen og oppfyller medlemsvilkårene. Dette er en annen vurdering enn den vurdering en sentral motpart skal gjøre ved opptak og oppfølging av clearingmedlemmer, fastsettelse av marginkrav og oppfølging av clearingmedlemmenes finansielle evne til å til enhver tid oppfylle vilkårene overfor den sentrale motparten. Selv om Foretakets manglende periodiske gjennomgang av børsmedlemmenes egnethet til å delta i handelen på børsen ikke har hatt betydning for det oppståtte misligholdet hos Nasdaq Clearing, er likevel Finanstilsynet kritisk til at Foretaket ikke har foretatt noen selvstendig vurdering eller kontroll av om børsmedlemmene løpende oppfyller medlemsvilkårene, utover den generelle markedsovervåkingen. Finanstilsynet retter kritikk til Foretaket for at det i for stor grad har basert seg på den oppfølging som er foretatt av Nasdaq Clearing. Oppfølgingen til Nasdaq Clearing har et annet formål enn Foretakets. Foretaket skal bl.a. følge opp innleggelse av ordrer og inngåelse av handler mv. Finanstilsynet er videre kritisk til at medlemsoppfølgingen i all hovedsak har vært hendelsesbasert, og ikke mer systematisk og risikobasert og tilpasset ulike medlemmer.

Tilsynet har avdekket at [REDACTED] i tillegg til å være stedfortredere for Aas, også inngikk handler på Nasdaq Oslo gjennom Einar Aas' medlemskap. Dette ble gjort som ledd i det som er opplyst å være forvaltning av en [REDACTED] portefølje. Finanstilsynet mener Foretakets undersøkelser og oppfølging av dette forholdet har vært utilstrekkelig i lys av forholdets innvirkning på kravene til rapportering, markedsovervåking og etterlevelse av regelverk, samt Foretakets oppfølging av børsmedlemmet. Finanstilsynet er videre kritisk til at Foretaket ikke på eget initiativ har gitt opplysninger om dette til tilsynsmyndigheten.

Foretaket skal innen 1. mars 2019 gi Finanstilsynet en redegjørelse for de endringstiltak Foretaket gjennomfører på bakgrunn av Finanstilsynets rapport.

3. Kort om Foretaket

Foretaket har tillatelse som børs etter den tidligere børsloven (nå verdipapirhandeloven) og er underlagt et omfattende regelverk for å sikre at handelen kan skje effektivt, velordnet og tillitvekkende, jf. den tidligere børsloven § 1 og nå verdipapirhandeloven § 1-1.

Foretaket inngår i et internasjonalt konsern med holdingselskapet Nasdaq, Inc., etablert i New York i USA, som konsernspiss. Konsernet driver blant annet børser, verdipapirregistre og virksomhet som sentral motpart. I tillegg er salg av it-systemer for slike foretak et viktig forretningsområde for konsernet. Konsernet er aktivt i de nordiske og baltiske markedene og driver børser i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Island, Litauen, Estland og Latvia. Børsene er organisert som egne juridiske enheter, men det er et omfattende samarbeid mellom dem. Nasdaq Oslo og de andre Nasdaq-foretakene i Norden og Baltikum er alle eid av Nasdaq Nordic Oy, etablert i Finland.

Nasdaq Oslo er den eneste rene varederivatbørsen i Nasdaq-konsernet i Norden.

En rekke funksjoner og tjenester i Foretaket er utkontraktert til andre konsernselskaper. Konsernet har en struktur der ulike forretningsområder som aksjer, obligasjoner, varederivater («*commodities*») og it-systemer er samlet globalt eller regionalt i egne grupper på tvers av de juridiske enhetene.

Foretaket har et styre med fem medlemmer. Styreleder er daglig leder («*verkställande direktör*») i børsen Nasdaq Stockholm AB. Han er også styreleder i børsene Nasdaq Copenhagen A/S, Nasdaq Helsinki Oy og Nasdaq Iceland hf. Alle de andre styremedlemmene er ansatte i nordiske foretak i Nasdaq-konsernet.

Foretaket har 13 ansatte i tillegg til fem studenter ansatt på deltid.

4. Risikostyring og internkontroll

4.1 Rettslig grunnlag

Det fulgte av børsloven § 11 første ledd at styret i et regulert marked skulle fastsette retningslinjer for internkontroll og forvise seg om at internkontrollen ble etablert, gjennomført og dokumentert på en forsvarlig måte i samsvar med styrets retningslinjer og pålegg. Bestemmelsen videreføres i verdipapirhandelloven § 11-11 første ledd.

Det fremgikk av børsloven § 13 bokstav b at et regulert marked skulle fastsette interne regler og treffe nødvendige tiltak som til enhver tid sikret identifisering og håndtering av signifikante risikoer som virksomheten var utsatt for. Regelen kan gjenfinnes i verdipapirhandelloven § 11-18 første ledd nr. 2.

Som et regulert marked er Foretaket underlagt forskrift om risikostyring og internkontroll (heretter omtalt som «risikostyringsforskriften»). Det følger av forskriftens § 3 at styret i et foretak underlagt forskriften skal påse at foretaket har hensiktsmessige systemer for risikostyring og interkontroll, herunder en klar organisasjonsstruktur (nr. 2).

Etter risikostyringsforskriften § 6 første ledd første punktum skal foretaket løpende vurdere hvilke vesentlige risikoer som er knyttet til virksomheten.

4.2 Finanstilsynets vurderinger i foreløpig rapport

I foreløpig rapport påpekte Finanstilsynet at en rekke styringsdokumenter i Foretaket er vedtatt av Foretakets styre, men utformet på konsernnivå i Norden. Finanstilsynet reiste spørsmål ved i hvilken grad det ved utforming av dokumentene på nordisk nivå gjennomgående ble tatt hensyn til særegne forhold ved Foretaket. Det var også en problemstilling om Foretaket blir oversett i enkelte av de felles dokumentene. Finanstilsynet viste i den forbindelsen til eksempler. Finanstilsynet ga uttrykk for en antakelse om at et eksternt styremedlem, det vil si et styremedlem som ikke har tilknytning til konsernet, i Foretaket ville kunne bidra til større oppmerksomhet om Foretakets særlige forhold.

Det var Finanstilsynets vurdering i foreløpig rapport at Foretakets compliance-rapporter som er fremlagt for Finanstilsynet, har et utpreget konsernperspektiv og ikke i tilstrekkelig grad behandler de særskilte etterlevelseshenninger som Foretaket har som en varederivatbørs med relativt få og store aktører innenfor enkelte markeder. Compliance-rapportene dekker hele Nasdaqs børsvirksomhet i Norden. De tidligere rapportene for 2017 inneholdt egne punkter med forhold som angår den enkelte børs. Senere synes slike forhold ikke å være fremhevet i egne punkter. Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Styret, for å sikre god internkontroll, burde sørge for endringer i compliance-oppgaver og -rapporter for Foretaket, alternativt sørge for annen dokumentasjon i tillegg. Dermed vil temaer og forhold som i dag er lagt under compliance-funksjonen, bli avdekket, håndtert og brakt videre til Styret.

Foretaket har en omfattende dokumentasjon knyttet til risikostyring, internkontroll og compliance, både når det gjelder rutiner, retningslinjer og rapporter. I den foreløpige rapporten påpekte Finanstilsynet at dokumentasjonen er så omfattende at det kan være vanskelig for Foretaket å få

konsistens i de ulike rutinene, rapportene osv. og følge opp de enkelte punktene. I foreløpig rapport ga Finanstilsynet flere eksempler for å illustrere disse poengene.

4.3 Styrets kommentarer i Tilsvaret

Når det gjelder dokumentasjonen, viser Styret til eksempler på at forhold som gjelder Foretaket spesielt, er omtalt i dokumentene. De fellesutformede dokumentene behandles i en lokal risikokomité i Foretaket før de vedtas av Styret. Et nytt *Enterprise Risk Management*-rammeverk vil sørge for at *Risk Statements* skal være lokalt forankret og overvåket, og tilpasset lokal risikoprofil. Styret redegjør for ny organisering av risikostyringsfunksjonen (utkontraktert til [REDACTED]). Foretakets risikokomité vil kontrollere at risikostyringsfunksjonen har nødvendig lokal forankring.

Styret gjør gjeldende at de felles nordiske compliance-dokumentene også omhandler forhold som bare er relevante for Foretaket. Styret vil imidlertid vurdere å tydeliggjøre i rapporter forhold som angår Foretaket spesielt.

Styret mener det er åpenbare fordeler med å etablere organisatoriske løsninger, instruksjer, rutiner mv. etter samme struktur i hele konsernet. Styret understreker at dokumentasjonen må forankres og tilpasses lokalt. For øvrig erkjenner Styret at det er eksempler på at dokumentasjonen kan forbedres. De felles risikorapportene vil bli gjort mer foretaksspesifikke fremover.

Styret opplyser at det løpende vurderer om det er behov for å styrke Styret ytterligere og vil foreta en grundig vurdering av om Styret bør suppleres med et eksternt styremedlem.

4.4 Finanstilsynets endelige merknader

Finanstilsynet har forståelse for at Foretaket, som del av et større konsern, finner det hensiktsmessig å benytte felles organer, planer, policyer, retningslinjer og rutiner i konsernet. En slik tilnærming må imidlertid ikke gå på bekostning av presisjonsnivå eller tilpasning til Foretakets faktiske virksomhet. Foretaket må til enhver tid påse at konserndokumentasjonen ikke blir så generell at den gir liten veiledning for Foretaket eller så detaljert at den ikke passer for Foretaket fordi den i stor grad omhandler forhold som ikke er relevante for Foretaket.

En organisering med en rekke felles dokumenter og forumer på nordisk nivå krever derfor særskilt aktsomhet fra Foretakets ledelse og styre for å sikre at disse er tilpasset Foretakets faktiske virksomhet og identifiserer, håndterer og dokumenterer de særskilte risikoene som Foretaket er utsatt for. Dette er særlig viktig når Foretaket, i motsetning til de andre nordiske handelsplassene i konsernet, er en ren varederivatbørs. Finanstilsynet påpeker at konsernperspektivet kan medføre at foretaksspesifikke risikoer blir nedprioritert både i omtale og i tiltak, da disse anses, og kan være, små i et konsernperspektiv. Foretaket har selv identifisert som en risiko at det ikke kan påvise tilstrekkelig lokal uavhengighet og kontroll.

Finanstilsynet merker seg at Foretaket har etablert et nytt *Enterprise Risk Management*-rammeverk for å sikre at *Risk Statements* skal være lokalt forankret og overvåket, og tilpasset lokal risikoprofil. Finanstilsynet antar at også de tidligere risikorapportene skulle være forankret i det enkelte foretaket. Likevel manglet for eksempel omtale av [REDACTED] i en *Risk Appetite Deviation Report*. Dette er en rapport som dekker alle Nasdaq-børsene i Norden. Finanstilsynet mener dette kan være et uttrykk for manglende gjennomføring av fastsatte rutiner.

Hadde risikovurderingene vært knyttet mer opp mot Foretaket konkret, ville dette kunne redusert sannsynligheten for at denne aktuelle saken ble utelatt.

Finanstilsynet fastholder vurderingen i foreløpig rapport om at compliance-rapportene har et utpreget konsernperspektiv og ikke i tilstrekkelig grad behandler de særskilte etterlevelsesutfordringene som Foretaket har som en varederivatbørs. Det er en risiko for at rapportene blir så overordnede at Foretakets forhold blir mindre synlige og med det risiko for at svakheter ikke oppdages.

Finanstilsynet viser til at det i Tilsvaret opplyses at Foretaket vil foreta en grundig vurdering av om dets styre bør suppleres med et eksternt styremedlem. Finanstilsynet legger til grunn at et eksternt styremedlem i Foretaket kan bidra til større oppmerksomhet om Foretakets særlige forhold og avhjelpe de utfordringene Finanstilsynet har identifisert ovenfor. Det er Finanstilsynets vurdering at de forholdene som er omtalt senere i rapporten under punktene 5 og 6, ytterligere understreker behovet for et eksternt styremedlem. Finanstilsynet vil avvente Foretakets egen vurdering av styresammensetningen før det tar stilling til om det eventuelt bør gi et pålegg til Foretaket om eksternt representasjon i Styret. Finanstilsynet ber om å bli underrettet om Foretakets vurdering **innen 1. mars 2019**.

5. Forholdet mellom Foretaket og Nasdaq Clearing

5.1 Rettslig grunnlag

Daglig leder står for den daglige ledelsen av foretakets virksomhet, jf. allmennaksjeloven § 6-14 første ledd.

Foretakets styre skal som en del av foretakets systemer for risikostyring og internkontroll, påse at Foretaket har en klar organisasjonsstruktur, jf. risikostyringsforskriften § 3 nr. 2.

Transaksjoner mellom konsernselskaper skal grunnes på vanlige forretningsmessige vilkår og prinsipper, jf. allmennaksjeloven § 3-9 første ledd, noe som innebærer at avtalene skal inngås på «armlengdes avstand». Det fremkommer også av bestemmelsen at vesentlige avtaler mellom konsernselskaper skal foreligge skriftlig.

5.2 Finanstilsynets vurderinger i foreløpig rapport

Nasdaq Clearing er et svensk foretak som har tillatelse fra *Finansinspektionen* til å opptre som sentral motpart, og er et av Foretakets søsterselskaper. Nasdaq Clearing har en filial i Oslo (Nasdaq Clearing Oslo), som deler lokaler med Foretaket.

Av dokumentasjonen fremlagt for Finanstilsynet fremgår to formelle avtalerelasjoner mellom Foretaket og Nasdaq Clearing. For det første foreligger det en avtale om clearing av transaksjoner inngått under regelverket til Foretaket. For det andre har Foretaket utkontraktert *Compliance and Ethics Support* til [REDACTED] som har utkontraktert denne tjenesten videre til Nasdaq Clearing.

I foreløpig rapport var det Finanstilsynets oppfatning at Nasdaq Clearing utførte flere oppgaver for Foretaket enn det som fulgte av de nevnte avtaleforholdene.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket ikke hadde en tilstrekkelig bevisst og formalisert fordeling av ressursene mellom Nasdaq Clearing og Foretaket. Som en følge av dette vurderte Finanstilsynet videre at virksomheten i de to foretakene i stor grad blandes sammen, noe som innebærer en risiko for ansvarspulverisering og manglende håndtering av eventuelle interessekonflikter mellom de to foretakene.

Styret ble bedt om å kommentere hvordan det ville sikre at Foretaket har klare rapporterings- og instruksjonslinjer og til enhver tid tilgjengelig tilstrekkelige ressurser i Foretaket.

5.3 Styrets kommentarer i Tilsvaret

I Tilsvaret viser Styret for det første til at noe av bistanden som er gitt fra ansatte i Nasdaq Clearing, er relatert til forhold som er relevant for både Foretaket og Nasdaq Clearing. For det andre redegjør Styret for at bistanden gitt av ansatte i Nasdaq Clearing som gjelder handel på Nasdaq Oslo, er «gjort av eget tiltak» av den ansatte hos Nasdaq Clearing, og altså ikke på vegne av Foretaket. Det gjelder for eksempel bistand til et børsmedlem i forbindelse med posisjonsrapportering.

Foretaket opplyser at en person hos Nasdaq Clearing siden januar 2018 har hatt organisatorisk- og personalansvar for enkelte ansatte i Foretaket uten at dette er formalisert gjennom noen avtale mellom Foretaket og Nasdaq Clearing. Foretaket opplyser at det har sett at denne ordningen er uheldig. Vedkommendes ansettelsesforhold ble derfor flyttet til Foretaket 6. november 2018.

Videre forklarer Styret at utviklingsavdelingen hos Nasdaq Clearings filial i Oslo dekker forretningsområdet [REDACTED] og at dens arbeid kan berøre flere enheter. Det opplyses at det vurderes hvorvidt avdelingen skal flyttes til Foretaket eller om det skal opprettes en avtale for det arbeidet som berører flere enheter.

For øvrig avviser Styret at ansatte i Nasdaq Clearing utfører oppgaver på vegne av Foretaket. Styret mener Foretaket har en tilstrekkelig bevisst og formalisert fordeling av ressurser mellom Nasdaq Clearing og Foretaket. Styret er ikke enig i at virksomheten i Foretaket og Nasdaq Clearing i stor grad sammenblandes.

5.4 Finanstilsynets endelige merknader

Det er Finanstilsynets vurdering at virksomheten i Foretaket og den norske filialen av Nasdaq Clearing i stor grad har vært blandet sammen. Ved siden av forholdene knyttet til medlemsoppfølging som drøftes i punkt 6.2.3 og 6.3.3, har Finanstilsynet blant annet merket seg at en ansatt hos Nasdaq Clearing hadde personalansvar for ansatte i Foretaket. Finanstilsynet tar til etterretning at personen med personalansvar etter påbegynt tilsynsprosess er blitt ansatt i Foretaket. Finanstilsynet har videre merket seg at utviklingsavdelingen til Nasdaq Clearings filial i Oslo utfører oppgaver for Foretaket.

Sammenblandingen av virksomheten i Foretaket og Nasdaq Clearing kan føre til uklare ansvarsforhold og rapporteringslinjer, samt manglende håndtering av eventuelle interessekonflikter mellom de to foretakene. Finanstilsynet legger også til grunn at sammenblandingen kan føre til manglende oppmerksomhet om de særskilte forhold som utelukkende gjelder Foretaket. Finanstilsynet er videre kritisk til at Foretaket ikke selv har problematisert mer at ansatte i Nasdaq Clearing gir bistand om forhold som gjelder handel på Nasdaq Oslo, så lenge dette er gjort av den ansatte etter «eget tiltak».

Finanstilsynet mener arbeidet utviklingsavdelingen til Nasdaq Clearings filial i Oslo utfører for Foretaket, bør formaliseres, enten ved at ansatte flyttes til Foretaket eller ved at forholdet reguleres i avtale. Dette er nødvendig for å sikre klare rapporterings- og instruksjonslinjer i Foretaket, samt for å sikre at Foretaket får tilgang til nødvendige ressurser også i en situasjon der Nasdaq Clearing selv har behov for dem. Finanstilsynet ber om en redegjørelse for endringene Foretaket vil gjennomføre innen 1. mars 2019.

6. Medlemsvilkår

6.1 Rettslig grunnlag

Det fulgte av børsloven § 26 første ledd at regulerte markeder skulle ha ikke-diskriminerende regler basert på objektive kriterier om medlemskap og tilgang til markedet. Børsloven § 26 andre ledd oppstilte overordnede krav til innholdet i disse reglene. Disse bestemmelsene videreføres i verdipapirhandelloven § 12-4 første og andre ledd.

Etter børsloven § 26 tredje ledd kunne regulerte markeder oppta verdipapirforetak og kredittinstitusjoner som medlem. Dette er nå regulert av verdipapirhandelloven § 12-4 tredje ledd første punktum.

Børsloven § 26 tredje ledd fastsatte videre at regulerte markeder også kunne oppta andre juridiske og fysiske personer som medlemmer, såfremt disse ble ansett egnet, hadde tilstrekkelig kompetanse knyttet til handel og transaksjoner og hadde «*nødvendige finansielle ressurser i forhold til den stilling personen legger opp til å ha i markedet*». Vedkommende måtte også, der det var relevant, ha tilstrekkelige organisatoriske foranstaltninger. Disse bestemmelsene følger nå av verdipapirhandelloven § 12-4 tredje ledd andre punktum.

Ved gjennomføring av MiFID II/MiFIR¹ i norsk rett 1. januar 2018 ble det fastsatt nye og detaljerte regler knyttet til medlemsoppfølging. Det følger av artikkel 7 i del 25 av forskrift om utfyllende regler til MiFID II- og MiFIR-forskriftene (denne delen er også omtalt som «RTS² 7») at en handelsplass skal fastsette vilkår for at medlemmene kan bruke handelsplassens systemer for ordreinngivelse, der vilkårene blant annet skal dekke påkrevde kvalifikasjoner hos medlemmenes nøkkelpersonell. Handelsplassen skal årlig foreta en risikobasert vurdering av medlemmenes overholdelse av disse vilkårene. Den risikobaserte vurderingen skal ta hensyn til omfanget og den potensielle virkningen av den handelen som gjennomføres av hvert enkelt medlem, og hvor lang tid det har gått siden det sist ble foretatt en risikobasert vurdering av medlemmet.

6.2 Medlemsvilkår og opptaksprosess

6.2.1 Finanstilsynets vurderinger i foreløpig rapport

Foretakets medlemsvilkår inneholder overordnede krav til medlemmene. Finanstilsynet fant det ikke dokumentert at Foretaket har oppstilt konkrete krav til medlemmene om for eksempel erfaring og finansielle ressurser, utover at Foretaket skal finne medlemmene egnet og ha tilgang til clearing.

¹ Det vil si direktiv 2014/65/EU og forordning (EU) nr. 600/2014.

² *Regulatory Technical Standard*.

Finanstilsynet stilte derfor spørsmål ved om Foretakets regler om tilgang til markedet er basert på objektive kriterier.

Finanstilsynet kunne heller ikke se at det var dokumentert at Foretaket tok hensyn til de detaljerte vilkårene i børsloven § 26 tredje ledd annet og tredje punktum ved medlemsopptaket.

Når det gjaldt selve medlemsopptaket, bemerket Finanstilsynet at dette i all hovedsak gjennomføres ved hjelp av oppdragstaker () og ansatte i andre foretak (). De eneste av Foretakets egne ansatte som skal involveres, ser ut til å være markedsovervåkingen, som gjør en begrenset vurdering for sitt formål. *Key Account Manager*, som ikke trenger å være ansatt i Foretaket, henter riktignok inn informasjon om potensielle medlemmer og sender informasjonen videre til oppdragstaker. *Key Account Manager* er imidlertid etter dette ikke involvert utover rent praktisk bistand.

Ifølge dokumentet «*The Membership Process*» gis den endelige godkjenningen for derivatmedlemmer av og

Det er fremlagt en «*Member Services Policy*» som etter det opplyste skal følges av oppdragstaker ved behandlingen av søknader fra mulige nye medlemmer til Foretaket og Nasdaq Clearing. Den er imidlertid vedtatt av Nasdaq Clearings styre, og Finanstilsynet fant det derfor uklart om den direkte gjelder medlemsopptak til Foretaket, og hvordan Foretaket i tilfelle har sikret at den tar hensyn til Foretakets behov. Instruksen inneholder dessuten bare overordnede beskrivelser av de oppgaver oppdragstaker har, herunder rapporteringsplikter og henvisninger til at det fins sjekklister og rutiner som skal følges.

6.2.2 Styrets kommentarer i Tilsvaret

Styret mener at informasjonen om søker som innhentes i «*Membership Form*», dekker de kriteriene som fremgikk av børsloven § 26 tredje ledd andre og tredje punktum (nå verdipapirhandelloven § 12-4 tredje ledd). Det er også disse kriteriene som vektlegges ved beslutningen om medlemskap. Styret mener derfor at medlemsopptaket er basert på objektive, kjente kriterier. Styret ser at disse kriteriene kunne kommet fram av regelverket, og vil påse at regelverket endres på dette punktet ved neste revisjon.

Styret bemerker at Foretaket opererer med flere medlemskapskategorier. Kriteriene er de samme for alle kategoriene, men vekten til de ulike kriteriene vil avhenge av type medlemskap. For børsmedlemmer som ikke er clearingmedlemmer («*Non-Clearing Member*», «*NCM*»), mener Styret det vil være mindre relevant å se hen til finansielle ressurser enn for børsmedlemmer som også er clearingmedlemmer («*Clearing Member*» («*CM*») eller «*General Clearing Member*» («*GCM*»)). Dette skyldes at et børsmedlem som ikke er clearingmedlem, vil være underlagt krav fra dens *GCM* som clearer for vedkommende, tilpasset hvilken type markedsaktør *NCM*-en er. Foretaket mottar uansett generell finansiell informasjon om søkeren gjennom *Membership Form*.

Styrets vurdering er at sjekklistene brukt ved medlemsopptak bidrar til enhetlig og fullstendig opptaksprosess. I Tilsvaret opplyser Styret: «Selve kontrollen er utkontraktert (...) og følges opp av *Service Monitoring Manager* og *Risk Committee* før rapporten fra *Service Monitoring Manager* styrebehandles.»

6.2.3 Finanstilsynets endelige merknader

Foretaket kan ta opp juridiske og fysiske personer som medlemmer i tillegg til verdipapirforetak og kredittinstitusjoner. Per 16. november 2018 var 94 av Foretakets 137 medlemmer verken verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner. Medlemsvilkårene, opptaksprosessen og den etterfølgende kontrollen, jf. punkt 6.3 nedenfor, av medlemmene må være tilpasset den heterogene medlemsmassen.

Foretakets medlemsvilkår fremgår av del 4 av dets «*General Terms of the Trading Rules*» (heretter omtalt som «*General Terms*»). Medlemsvilkårene skiller ikke mellom verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og andre.

Det er Finanstilsynets vurdering at vilkårene for å bli medlem må fremgå av det regulerte markedets regler. Vilkaene må være så utfyllende og presise at de bidrar til likebehandling og sikrer forutberegnelighet. Tydelige opptakskrav til medlemmene vil også styrke markedets tillit til handelsplassen. Finanstilsynet tar til etterretning at Foretaket nå har opplyst at det vil klargjøre opptaksvilkårene i regelverket, og ber om å få tilsendt revidert regelverk **innen 1. mars 2019**.

Finanstilsynet er enig i at behovet for en selvstendig vurdering fra Foretakets side av børsmedlemmets finansielle stilling reduseres som følge av at samtlige handler hos Foretaket cleares av Nasdaq Clearing. På den annen side er det også andre forhold ved medlemmet, eksempelvis erfaring fra markedet og organisering, som bør kreve særskilt oppmerksomhet fra handelsplassen. Foretaket har et eget ansvar for å påse at det tar opp børsmedlemmer som er i stand til å sikre at deres handel foregår på en velordnet måte.

Finanstilsynet har merket seg at medlemsopptaket gjennomføres ved hjelp av oppdragstaker. Foretaket opplyser at dette følges opp av *Service Monitoring Manager* og *Risk Committee*. Det er imidlertid, slik Finanstilsynet forstår det, en periodisk etterfølgende oppfølging av utkontrakterte tjenester. Finanstilsynets vurdering er at fravær av personell fra Foretaket som er direkte involvert i opptaksprosessen, skjærper kravene til instruksjoner og rutiner for å bidra til å sikre at særskilte forhold ved medlemskap på Nasdaq Oslo som varederivatbørs ivaretas.

Oppdragstaker følger en «*Member Services Policy*» ved behandlingen av søknader fra nye medlemmer. Som påpekt i Finanstilsynets foreløpige rapport er denne imidlertid bare styrebehandlet av Nasdaq Clearing, ikke av Foretaket. Instruksen inneholder dessuten bare overordnede beskrivelser av de oppgavene oppdragstaker har. Utfyllende og mer presise krav er særlig viktig for Foretaket, både fordi søknadsprosessen i praksis i stor grad håndteres av andre selskaper enn Foretaket, og fordi Foretaket også opptar medlemmer som ikke er verdipapirforetak eller kredittinstitusjon.

Det er Finanstilsynets vurdering at Foretaket ikke i tilstrekkelig grad har dokumentert at det oppfyller børsloven § 26 tredje ledd annet og tredje punktum (nå verdipapirhandelloven § 12-4 tredje ledd andre punktum) ved medlemsopptaket. Foretakets styre har her vist til at fremlagte sjekklister for medlemsopptaket bidrar til enhetlig og fullstendig opptaksprosess. Disse fremstår imidlertid, etter Finanstilsynets vurdering, mer som rene avkrysningslister for å sikre at relevant informasjon er fremlagt, og at de fastsatte kontrollene, vurderingene og prosessene er gjennomført.

Etter Finanstilsynets oppfatning har Foretaket ikke dokumentert at det har tilstrekkelig kontroll på opptaksprosessen. Finanstilsynet mener at Foretaket enten må foreta medlemsopptaket selv, eller utarbeide vesentlig mer presise rutiner for slike medlemsopptak og samtidig sørge for formelle avtaler med samtlige konsernforetak som er involvert ved medlemsopptaket, som sikrer Foretaket

instruksjonsrett og tilgang til opplysninger. Foretaket gis en frist til **1. mars 2019** for å redegjøre for de tiltak Foretaket har gjort, samt oversende tilhørende rutiner og avtaler mv.

6.3 Løpende oppfølging av medlemmene

6.3.1 Finanstilsynets vurderinger i foreløpig rapport

Det følger av medlemsvilkårene at et børsmedlem skal gi Foretaket skriftlig melding dersom medlemmet finner det sannsynlig at det ikke etterlever Foretakets regelverk eller det inntreffer andre forhold som medlemmet bør anse å være av interesse for handelsplassen. Videre har Foretaket fremhevet at børsmedlemmet, hver gang det inngår en børsandel, innestår for at det oppfyller medlemsvilkårene. Finanstilsynet forstod det imidlertid slik at Foretaket ikke foretar en selvstendig vurdering eller kontroll av om børsmedlemmene løpende oppfyller medlemsvilkårene utover den generelle overvåkingen som foretas av Foretakets markedsovervåking. I stedet legger Foretaket til grunn at den kontrollen Nasdaq Clearing gjør av clearingmedlemmene, er tilstrekkelig. Det var ikke opplyst om Nasdaq Clearing rapporterer til Foretaket når det gjelder denne medlemsoppfølgingen, og det var også uklart for Finanstilsynet om utkontrakteringen av denne delen av medlemsoppfølgingen er formalisert ved avtale. Det var heller ikke opplyst om Foretaket kontrollerer de børsmedlemmene som ikke er clearingmedlemmer. Det kunne videre ikke ses å være dokumentert at Foretaket har rutiner for oppfyllelse av artikkel 7 i del 25 av forskrift om utfyllende regler til MiFID II- og MiFIR-forskriftene (RTS 7), herunder at det foretas en årlig risikobasert gjennomgang av at medlemmene oppfyller kravene i artikkel 7 nr. 1.

Finanstilsynets foreløpige vurdering var derfor at Foretaket ikke har de nødvendige rutineene for å sikre at børsmedlemmene til enhver tid er egnet til å delta i handelen og oppfyller medlemsvilkårene.

6.3.2 Styrets kommentarer i Tilsvaret

Styret erkjenner at Foretaket «historisk har hatt et forbedringspotensial for så vidt gjelder løpende kontroll av at medlemmene oppfyller medlemsvilkårene». Foretaket har hittil i stor grad basert seg på den oppfølgingen som er foretatt av Nasdaq Clearing og av GCM-er for så vidt gjelder NCM-er. Dersom clearingmedlemmene ikke oppfyller kravene til å være clearingmedlem, som dels er overlappende, og dels strengere, enn børsmedlemskapskravene, vil Nasdaq Clearing ifølge Styret informere Foretaket i henhold til bestemmelsene i clearingregelverket. Styret henviser i denne forbindelsen til *Clearing Rules' General Terms* punkt 3.12.2.

Foretaket har selv en oppfølging av at medlemmene fortsatt oppfyller medlemsvilkårene i forbindelse med at medlemmene hvert år via *Member Portal* må oppdatere opplysningene de har gitt. Foretaket vurderer dessuten løpende om medlemmene har en formålstjenlig organisasjon og tilstrekkelige tekniske systemer. Dette gjøres ved at eventuelle hendelser knyttet til et medlems handel vil bli fulgt opp overfor medlemmet.

Foretaket er i ferd med å iverksette en rutine om årlig vurdering i henhold til RTS 7.

6.3.3 Finanstilsynets endelige merknader

Finanstilsynet legger til grunn at regulerte markeder må ha nødvendige rutiner for å sikre at medlemmene til enhver tid er egnet til å delta i handelen og oppfyller medlemsvilkårene.

Finanstilsynet er kritisk til at Foretaket ikke foretar noen selvstendig vurdering eller kontroll av om børsmedlemmene løpende oppfylder medlemsvilkårene, utover den generelle markedsovervåkingen. Finanstilsynet ser alvorlig på at Foretaket i stor grad har basert seg på den oppfølging som er foretatt av Nasdaq Clearing. Finanstilsynet er videre kritisk til at medlemsoppfølgingen i all hovedsak har vært hendelsesbasert, og ikke mer systematisk og risikobasert og tilpasset ulike medlemmer.

Finanstilsynet har merket seg at Foretaket fortsatt dels vil basere seg på opplysninger fra Nasdaq Clearing i sin løpende medlemsoppfølging. For det første er Finanstilsynet kritisk til at Foretaket legger til grunn at det er Nasdaq Clearings medlemsvilkår som skal sikre Foretaket den informasjon det her trenger for sin egen medlemsoppfølging. Dette er vilkår som Nasdaq Clearing står fritt til å endre.

For det andre har Finanstilsynet notert at punkt 13 i «*Clearing agreement between Nasdaq Clearing AB og Nasdaq Oslo ASA*» pålegger Nasdaq Clearing, på visse vilkår, å informere Foretaket hvis det er grunn til å tro at et clearingmedlem kan bli erklært å være i mislighold. Det er Finanstilsynets vurdering at dette ikke er tilstrekkelig. Terskelen for Nasdaq Clearings meldeplikt i henhold til avtalen med Foretaket er høy, og inntre, som nevnt, først når det er grunn til å tro at det kan bli erklært mislighold. Dessuten skal medlemsvilkårene til en sentral motpart sikre at vedkommende medlem har de nødvendige forutsetningene for å delta i clearing, mens medlemsvilkårene til et regulert marked har et noe annet formål, ved at de skal bidra til en sikker, ordnet og effektiv handel. Det er dessuten en del børsmedlemmer som ikke er clearingmedlemmer, slik at Nasdaq Clearing ikke har noen foranledning til å følge dem opp.

Finanstilsynet understreker at det er viktig at den løpende oppfølgingen tar hensyn til risikoen knyttet til de ulike medlemmene. Dette innebærer blant annet at det må gis særlig oppmerksomhet til medlemmer som er større aktører innen enkeltmarkeder på handelsplassen, eller som ikke har tillatelse som verdipapirforetak eller kredittinstitusjon.

Styret har opplyst at medlemsoppfølgingen vil være risikobasert og bli foretatt av Foretakets markedsovervåking. Finanstilsynet kan ikke se at den fremlagte rutinen for årlig vurdering oppfylder kravene i RTS 7. Finanstilsynet mener at rutinene for medlemsoppfølging blant annet bør angi hva markedsovervåkingen skal foreta seg dersom et medlem ikke oppfylder vilkårene.

Finanstilsynet ber om å få tilsendt reviderte rutiner og regelverk som tar hensyn til ovennevnte merknader, **innen 1. mars 2019**. Det vises for så vidt også til punkt 6.4 nedenfor.

6.4 Særskilt om børsmedlemskapet til Einar Aas

6.4.1 Finanstilsynets vurderinger i foreløpig rapport

Finanstilsynet reiste spørsmål ved om Einar Aas' organisatoriske tiltak var tilstrekkelige til å sikre at hans handel på Nasdaq Oslo til enhver tid foregikk på en effektiv, velordnet og tillitvekkende måte.

På tidspunktet for foreløpig rapport fremsto det som det bare var børsmedlemmet Einar Aas og [REDACTED] med hans fullmakt, som kunne opptre på Aas' vegne overfor handelsplassen. Finanstilsynet kunne ikke se at Foretaket hadde innhentet dokumentasjon eller gjort noen vurdering av fullmektigens kompetanse innenfor varederivathandel. Finanstilsynet satte derfor spørsmålstegn i foreløpig rapport ved om det var forsvarlig sett fra Foretakets side at [REDACTED] var gitt fullmakt til å handle på Nasdaq Oslo på Aas' vegne.

Finanstilsynet bemerket i foreløpig rapport at det ikke kunne finne dokumentasjon på at Foretaket, selv eller ved hjelp av oppdragstaker, hadde gjort en periodisk gjennomgang av om Einar Aas var egnet til å delta i handelen og for øvrig oppfylte medlemsvilkårene.

6.4.2 Styrets kommentarer i Tilsvaret

Til Finanstilsynets fremstilling av forhold relatert til Einar Aas nevner Styret at de finansielle kravene primært er relevant for den sentrale motparten. For Foretaket ville slik informasjon vært svært sentral dersom transaksjonene ikke var clearingpliktige, men det er ikke tilfelle. Informasjon om finansielle ressurser er også relevant for Foretaket, men da primært ut fra hensynet til tillit til markedsplassen og clearing som helhet. Av den grunn hentes det inn finansiell informasjon for alle som ønsker børsmedlemskap. Styret viser her til *Membership Form* punkt VI. Dette hensynet ivaretas også ved at Foretaket sikrer at den sentrale motparten har gode rutiner for vurdering av medlemmenes finansiell evne.

Styret opplyser at Einar Aas fylte ut «*Entry Form*» 18. august 2010. I dette dokumentet utpeker Einar Aas [redacted] som stedfortredere. Disse personene kom altså i tillegg til tidligere opplyst fullmektig.

[redacted] og tilfredsstillter således krav til kompetanse. Foretakets mulighet til å komme i kontakt med børsmedlemmet og deres stedfortredere må ses i lys av utpekingen av disse personene, som har den nødvendige kompetanse, i tillegg til Aas' fullmektig.

Styret viser til at det ikke har vært noen hendelser i løpet av de ti årene Einar Aas har vært børsmedlem, som tilsier at han ikke har kunnet håndtere sitt medlemskap på en forsvarlig og strukturert måte.

6.4.3 Finanstilsynets endelige merknader

Foretaket skal påse at børsmedlemmene til enhver tid er egnet til å delta i handelen og oppfyller medlemsvilkårene. Dette er spesielt viktig for større aktører innen enkeltmarkeder på handelsplassen, og særlig for medlemmer som ikke har tillatelse som verdipapirforetak eller kredittinstitusjon. Finanstilsynet legger videre til grunn at Foretaket bør ha en ytterligere forsterket oppfølging av medlemmer som ikke har egen organisasjon med kontrollfunksjoner. Foretaket bør derfor foreta en periodisk vurdering av om medlemmets organisering og operasjonelle innretning, herunder eventuelle fullmaktsforhold, er tilstrekkelig til å sikre at handelsplassen og markedsaktører ikke utsettes for unødig stor risiko.

Det er vesentlig at medlemmene av regulerte markeder er organisert og har innrettet virksomheten sin for å sikre at handelen skjer på en effektiv, ordnet og tillitsvekkende måte. Finanstilsynet legger til grunn at de som eventuelt opptrer på medlemmets vegne, må ha den nødvendige erfaring og kompetanse til å delta i handelen og at det regulerte markedet må ha mulighet til å komme hurtig i kontakt med medlemmet, eventuelt den som kan opptre på vegne av medlemmet, for at handelen på markedet skal være velfungerende.

Finanstilsynet stilte derfor i foreløpig rapport spørsmål ved om det var forsvarlig sett fra Foretakets side at det hadde akseptert at [redacted] uten dokumentert varederivatkompetanse var den eneste med fullmakt til å handle på Nasdaq Oslo på Aas' vegne. Som svar på dette, opplyser Foretaket i

Tilsvaret, at Aas også hadde utpekt ytterligere [REDACTED] som stedfortredere; [REDACTED]

Finanstilsynets egne undersøkelser viste imidlertid at [REDACTED] ikke hadde en ordinær stedfortrederfunksjon, men at [REDACTED] har drevet med systematisk handel gjennom Aas' medlemskap. Handlene har deretter delvis blitt allokert til [REDACTED]. Dette hadde ikke Styret opplyst til Finanstilsynet i Tilsvaret. Finanstilsynets undersøkelse viste at [REDACTED] stod for i overkant av [REDACTED] prosent av det totale volumet handlet under Aas' medlemskap i den tomånedersperioden Finanstilsynet så på.

Etter å ha blitt forelagt resultatet av Finanstilsynets undersøkelser, har Foretaket opplyst at det, som følge av dets kjennskap til at handler utført av [REDACTED] under Aas' medlemskap også ble fordelt til [REDACTED] allerede i 2011 etablerte en rutine for overvåkning og oppfølging av [REDACTED] og dets forhold til Aas. Denne rutinen har ikke Foretaket tidligere fremlagt for Finanstilsynet.

Finanstilsynets undersøkelser indikerte at av den handelen som ble gjennomført av [REDACTED] via Aas' børsmedlemskap (handelsvolumet), så syntes [REDACTED] av handler være satt i system ved at [REDACTED] % av handelsvolumet til enhver tid ble allokert til [REDACTED].

Foretaket har, etter å ha blitt forelagt Finanstilsynets beregninger, opplyst at det først i etterkant av misligholdssituasjonen hos Nasdaq Clearing er blitt kjent med detaljene i samarbeidet mellom [REDACTED] og Aas. Foretaket opplyser at [REDACTED] i tillegg til å være stedfortreder for Aas, også har forvaltet en portefølje som var eid [REDACTED]. Etter at [REDACTED] handler var foretatt på børsen under Aas' børsmedlemskap, ble handlene fordelt [REDACTED].

Det følger av Foretakets eget regelverk om *Direct Market Access and Sponsored Access* av 20. november 2017 at kun verdipapirforetak og kredittinstitusjoner kan ha slik elektronisk tilgang til handelsplassen. Tilsvarende følger det av MiFID II-forskriften § 6-7 nr. 1 (videreført i verdipapirhandelloven § 11-22 første ledd nr. 1) at Foretaket skal treffe nødvendige tiltak for å sikre at det kun er medlemmer som er verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner, som tilbyr direkte elektronisk tilgang (DEA) til handelsplassen. Finanstilsynet bemerker at handelsmønsteret til [REDACTED] kan tyde på at dette foretaket har hatt en form for DEA via Aas, [REDACTED]. Å gi utenforstående tilgang til å legge inn ordrer under medlemskapet til en enkeltperson innebærer, etter Finanstilsynets vurdering, særlige utfordringer når det gjelder både Aas' og Foretakets risikostyring. En slik praksis fordrer særlig aktsomhet ved Foretakets løpende oppfølging av Aas, herunder dets markedsovervåkning, og gjelder uavhengig av spørsmålet om [REDACTED] skulle bli ansett å ha DEA.

Foretaket TRS-rapporterer Aas' transaksjoner til Finanstilsynet, idet han er en ikke-finansiell aktør. Finanstilsynet er kritisk til at Foretaket ikke har vurdert om handler systematisk allokert til [REDACTED] skulle vært rapportert som handler utført av [REDACTED].

Finanstilsynet er kritisk til at Foretaket, verken da det fikk kunnskap i 2011 om at handler ble allokert til [REDACTED] eller på et senere tidspunkt, foretok nærmere undersøkelser rundt samarbeidet mellom Aas og [REDACTED]. Ytterligere undersøkelser burde fremstå som helt nødvendig for å sikre etterlevelse av det regelverk børsen er underlagt. Finanstilsynet tar til etterretning at Foretaket nå erkjenner at det på et tidligere tidspunkt burde har foretatt nærmere

undersøkelser, og at det opplyser at det i forbindelse med MiFID II-oppdateringen har innført en *Annual Member Review* som skal fange opp denne type konstellasjoner. En slik gjennomgang var imidlertid ikke gjennomført på tidspunktet Aas' mislighold hos Nasdaq Clearing inntraff. Finanstilsynet ber Foretaket gjennomgå samtlige medlemmer og avgi en rapport til Finanstilsynet **innen 1. mars 2019** om hvilke undersøkelser som er gjort, resultatene av disse og hvilke konkrete funn som er blitt fulgt opp.

Det er Finanstilsynets vurdering at ovennevnte tydelig viser at Foretaket må styrke retningslinjer, rutiner, praksis og ressurser for opptak og løpende oppfølging av dets medlemmer, jf. punkt 6.2 og 6.3 ovenfor. Finanstilsynet ber om en redegjørelse for dette **innen 1. mars 2019**.

Finanstilsynet er kritisk til at Foretaket ikke på et tidligere tidspunkt i denne tilsynsprosessen eller under de pågående undersøkelsene knyttet til markedsatferden på og rundt misligholdstidspunktet, på eget initiativ har informert Finanstilsynet om [REDAKERT] forhold til Aas' børsmedlemskap. Det er Finanstilsynets vurdering at Foretaket burde forstått at dette er sentrale opplysninger for tilsynsmyndigheten ved vurdering av så vel markedsatferden rundt misligholdstidspunktet så vel som Foretakets oppfølging av børsmedlemmet Aas. Finanstilsynet er kritisk til at Foretaket i rapport til Finanstilsynet i oktober 2018 om egne markedsovervåkningstiltak og -undersøkelser på og rundt misligholdstidspunktet (*Market Surveillance default report*) ikke har opplyst om dette, særlig fordi Foretaket nå i ettertid opplyser at det faktisk har gjort slike særskilte undersøkelser også relatert til [REDAKERT] handler rundt misligholdstidspunktet. Finanstilsynet setter også et spørsmålstejn ved at Foretaket i Tilsvaret, i omtalen av [REDAKERT] som stedfortredere for Aas, ikke gir et fullstendig bilde av [REDAKERT] bruk av Aas' børsmedlemskap.

Finanstilsynet stilte i foreløpig rapport spørsmål om Foretaket hadde foretatt en periodisk gjennomgang av om Aas var egnet til å delta i handelen og for øvrig oppfylte medlemsvilkårene. Finanstilsynet er enig med Foretaket i at de finansielle kravene til børsmedlemmer primært er relevant for den sentrale motparten, ettersom samtlige transaksjoner cleares. Dette fremgår også av verdipapirhandeloven § 12-4 tredje ledd nr. 4, som fastsetter at medlemmer som ikke er verdipapirforetak eller kredittinstitusjon, skal ha «*nødvendige finansielle ressurser, tatt i betraktning ulike ordninger for å garantere riktig oppgjør av transaksjoner*». Finanstilsynet legger imidlertid til grunn at Foretaket likevel har en selvstendig plikt til å innhente finansiell informasjon for medlemmene, og tar til etterretning Foretakets rutiner for dette.

7. Foretakets oppfølging av posisjonsregelverket

7.1 Bakgrunn og rettslig grunnlag for posisjonsregelverket

Etter den internasjonale finanskrisen i 2008 ble markedet for varederivater underlagt strengere regulering ved innføring av MiFID II. Varederivatmarkedet henger nært sammen med det fysiske varemarkedet. Prisene i det ene markedet kan påvirke prisene i det andre. Reguleringen av varederivatmarkedet skal motvirke at handel i varederivater fører til store svingninger i prisene på det fysiske markedet. Med MiFID II ble det innført et posisjongrenseregime der myndighetene skal sette grenser for hvor store posisjoner en enkelt aktør kan ha i varederivater som handles på handelsplasser, og i økonomisk likeverdige kontrakter som handles utenfor handelsplasser.

Et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en handelsplass der det handles varederivater, skal etablere såkalt kontroll av posisjonshåndtering («*position management controls*») på handelsplassen, se MiFID II artikkel 57 nr. 8 første punktum. Dette innebærer etter artikkel 57 nr.

8 andre punkter at verdipapirforetaket eller markedsoperatøren blant annet må kunne overvåke posisjoner, få tilgang til bestemte opplysninger og dokumentasjon, kreve at en person stenger eller reduserer en posisjon og kreve at en person tilbakefører likviditet til markedet til avtalt pris og volum. Som en del av kontrollen kan handelsplassen sette egne posisjonsgrenser.

Regler om posisjonsgrenser fulgte av MiFID II-forskriften § 9-1. Handelsplassenes kontroll av posisjonshåndteringen var regulert i MiFID II-forskriften § 9-2. Bestemmelsene er videreført i verdipapirhandelloven §§ 15-1 og 15-2.

I kapittel 5 spørsmål 1 i dokumentet «*Questions and Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics*» klargjorde den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndigheten ESMA 4. oktober 2017 at kontrollen med posisjonshåndteringen er noe annet enn oppfølging av posisjonsgrensene fastsatt av tilsynsmyndighetene. Det sies her at håndhevelse av posisjonsgrensene skal gjøres av tilsynsmyndighetene. Grensene er dermed ikke en del av «*position management controls*». Dokumentet påpeker at enkelte av virkemidlene som handelsplassene skal ha som ledd i posisjonshåndteringskontrollen, skal redusere virkningen av en stor og dominerende posisjon.

7.2 Finanstilsynets vurderinger i foreløpig rapport

Foretaket har i punkt 4.2 i sine «*Market Conduct Rules*» inntatt bestemmelser om kontroll av posisjonshåndteringen. Det vises her til at Foretaket når det gjelder posisjonsgrenser fastsatt av Foretaket selv eller etter instruks fra tilsynsmyndigheten, kan utøve kontroll med posisjonshåndtering. Kontrollene svarer til dem som var oppregnet i MiFID II-forskriften § 9-2 første ledd andre punktum.

Foretaket informerte Finanstilsynet blant annet i november 2017 om at det ikke vil fastsette egne posisjonsgrenser, og at Foretaket ikke anså at det har et selvstendig overvåkingsansvar over posisjonsgrenser før det eventuelt selv setter slike.

I foreløpig rapport ga Finanstilsynet uttrykk for at Foretakets tilnærming med ikke å føre noen kontroller før det eventuelt fastsatte egne grenser eller ble pålagt oppgaver fra Finanstilsynet, ikke oppfylte kravene til posisjonshåndtering i MiFID II-forskriften § 9-2. Finanstilsynet mente at det lå en selvstendig plikt i MiFID II-forskriften § 9-2 første ledd, som Finanstilsynet ikke kunne se at Foretaket oppfylte.

Som ledd i kontrollen med posisjonshåndteringen må Foretaket sørge for å kunne overvåke personers åpne posisjoner. Av fremlagt dokumentasjon kunne ikke Finanstilsynet se hvorvidt Foretaket hadde mulighet til å gjennomføre slik overvåking.

7.3 Styrets kommentarer i Tilsvaret

Styret er enig i at Foretaket har en selvstendig plikt til å utføre kontroll av posisjonshåndteringen. Det påpeker at det i europeisk sammenheng har vært usikkerhet knyttet til innholdet i kravet om kontroll av posisjonshåndteringen.

Styret vil endre *Market Conduct Rules* punkt 4.2 slik at Foretaket løpende vil vurdere hvorvidt det skal fastsette midlertidige eller permanente grenser for posisjoner i varederivater. Videre vil Foretaket utarbeide en *Position Policy* hvor kriteriene for innføring og beregning av Foretakets egne

posisjongrenser vil fremgå. Styret ønsker imidlertid ikke at Foretaket skal ha mulighet til å gripe inn på en ad hoc basis og begrunner dette med hensynet til forutberegnelighet og likebehandling.

Når det gjelder muligheten til å overvåke medlemmenes posisjoner, viser Styret til *Market Conduct Rules* punkt 9 som pålegger medlemmene en opplysningsplikt til Foretaket. Videre viser Foretaket til en rett Nasdaq Clearing har til i visse forbindelser å dele informasjon om den sentrale motpartens kontoholdere med Foretaket, jf. *Clearing Rules General Terms* punkt 12.2 bokstav b.

7.4 Finanstilsynets endelige merknader

Finanstilsynet er enig med Styret i at det har vært uklarheter i EU-sammenheng om hvordan reglene om kontroll av posisjonshåndteringen skal praktiseres.

Finanstilsynet tar til etterretning at Styret vil endre Foretakets *Market Conduct Rules* for å reflektere at det har en selvstendig plikt til å utføre kontroll av posisjonshåndteringen. Det er imidlertid Finanstilsynets syn at de foreslåtte reglene for posisjonshåndteringskontroll ikke fullt ut oppfylte MiFID II-forskriften § 9-2 (nå verdipapirhandelloven § 15-2) fordi beføyelsene bare kan benyttes dersom Foretaket har fastsatt egne grenser. Finanstilsynet ber Styret endre forslaget til nye *Market Conduct Rules* slik at disse oppfyller kravene i verdipapirhandelloven § 15-2.

Styret har opplyst at Foretaket kan overvåke medlemmenes posisjoner ved å innhente informasjon om posisjonene fra medlemmene selv og at Nasdaq Clearing har en rett til å dele informasjon om medlemmenes posisjoner med Foretaket. Finanstilsynet ser at Foretakets markedsovervåking i henhold til rutinen for markedsovervåking punkt b skal følge opp de åpne posisjonene til «*Markets Participants*». Finanstilsynet anser imidlertid ikke dette som tilstrekkelig til at Foretaket har operasjonalisert kravet om overvåking i verdipapirhandelloven § 15-2 første ledd andre punktum nr. 1. Finanstilsynet påpeker at overvåkingen også skal omfatte sluttkunder, ikke bare børsens medlemmer. Finanstilsynet ber Foretaket iverksette tiltak i samsvar med dette.

Finanstilsynet ber Foretaket **innen 1. mars 2019** oversende oppdaterte *Market Conduct Rules*, *Position Policy* og en redegjørelse som viser hvordan Foretaket operasjonelt overvåker personers åpne posisjoner.

8. Store enkeltaktørers betydning for Foretaket

8.1 Rettslig grunnlag

Etter § 13 bokstav b i den tidligere børsloven skulle et regulert marked fastsette interne regler og treffe nødvendige tiltak som til enhver tid sikret identifisering og håndtering av signifikante risikoer som virksomheten var utsatt for. Kravet er videreført i verdipapirhandelloven § 11-18 første ledd nr. 2. Finanstilsynet legger til grunn at et viktig hensyn bak regelen er å sikre at markedet har tillit til handelsplassen.

8.2 Finanstilsynets vurderinger i foreløpig rapport

Finanstilsynet har blant annet sett på inntekter, handelsvolum og posisjoner i nordiske og tyske kraftderivater på Nasdaq Oslo for å undersøke om Foretaket er avhengig av enkeltaktører, herunder Einar

Aas, på en slik måte at det er egnet til å svekke tilliten til at handelsplassen opptrer på en effektiv og nøytral måte og likebehandler medlemmene.

Fremlagt dokumentasjon viste at Einar Aas var en stor og viktig aktør i det nordiske og tyske kraftderivatmarkedene på Nasdaq Oslo.

Da Finanstilsynet utarbeidet den foreløpige rapporten, var det for tidlig å si noe om fremtidig likviditet i disse markedene som følge av at Einar Aas ikke lenger var aktiv.

8.3 Styrets kommentarer i Tilsvaret

Styret skriver i Tilsvaret at Einar Aas' volum i det tyske kraftderivatmarkedet var estimert til under [REDACTED] av det clearede volumet i det totale tyske markedet. Dersom bilaterale, ikke clearede kontrakter medregnes, var andelen godt under [REDACTED]

Videre oppgir Styret at bortfallet av Einar Aas i det tyske markedet representerer en reduksjon i Foretakets inntekter, men at hans fravær i markedet ikke har betydning for andre markedsaktører da slike aktører kan benytte andre kanaler for derivathandel i tysk kraft, så som OTC-handel og EEX³.

8.4 Finanstilsynets endelige merknader

Finanstilsynet har sett på Foretakets inntekter for 2016 og 2017, samt handelsvolum og posisjoner for 2017 og fram til 11. september 2018.

Basert på disse dataene er det Finanstilsynets vurdering at et begrenset antall aktører står for betydelige handelsvolumer på Nasdaq Oslo og dermed utgjør store deler av Foretakets inntekter. Einar Aas var blant de største posisjonsholderne i både nordiske og tyske kraftderivater på Nasdaq Oslo.

Det nordiske kraftderivatmarkedet har blitt ansett for å være blant de mest likvide kraftderivatmarkedene i Europa, men omsetningen i markedet har gått nedover de siste årene. Aas var i en gruppe på [REDACTED] medlemmer som sto for den største delen av handelsvolumet og som holdt de største åpne posisjonene i nordiske kraftderivater. Aas skilte seg imidlertid ikke spesielt ut i denne gruppen.

Det tyske kraftderivatmarkedet blir ansett for å være det mest likvide kraftderivatmarkedet i Europa der EEX er markedsledende innen børshandlede tyske kraftderivater. Einar Aas var en svært stor aktør i det tyske kraftderivatmarkedet på Nasdaq Oslo isolert sett, men i europeisk sammenheng har han ikke hatt en dominerende rolle.

Finanstilsynet presiserer at vurderinger av *Foretakets* eventuelle avhengighet av enkeltaktører, er noe annet enn en vurdering av hvordan *markedet* påvirkes av bortfall av større enkeltaktører.

Når det gjelder enkeltaktørers posisjoner i enkeltmarkeder og hvordan dette vurderes av en sentral motpart ved fastsettelse av marginkrav, håndtering av misligholdssituasjoner mv., vises det til *Finansinspektionen* og de tilsynsaktiviteter som gjøres der.

³ European Energy Exchange AG

For Finanstilsynet

Anne Merethe Bellamy
direktør for markedstilsyn

Marte Voie Opland
seksjonssjef

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.