



**KLAGANDE**

Solidar Fonder AB, 556567-1756

Ombud: Advokaterna Nils Alpman och Andreas Rönnheden  
Wistrand Advokatbyrå  
Box 7543  
103 93 Stockholm

**MOTPART**

Finansinspektionen  
Box 7821  
103 97 Stockholm

**ÖVERKLAGAT BESLUT**

Finansinspektionens beslut 2018-04-17, se bilaga 1

**SAKEN**

Ingripande enligt lagen om värdepappersfonder

---

**FÖRVALTNINGSRÄTTENS AVGÖRANDE**

Förvaltningsrätten avslår överklagandet.

### **YRKANDEN M.M.**

Solidar Fonder AB yrkar i första hand att beslutet undanröjs och i andra hand att sanktionsavgiften sätts ned till noll eller till ett belopp som förvaltningsrätten anser skäligt. Solidar yrkar även att Finansinspektionen tillhandahåller detaljerat underlag som visar hur en handel som fullständigt motsvarar den som ägde rum med derivatinstrumentet FoB åren 2016–2017 hade kunnat äga rum till en kostnad om ca 7 miljoner kr med tillämpning av åtagandemetoden och att Finansinspektionen ska redovisa det som påståtts om alternativ handel i standardiserade valutaterminer. Solidars fondverksamhet är under avveckling men bolaget kommer att fortleva. Genom beslutet har Solidar ålagts en sanktion med därtill knuten hög sanktionsavgift. Solidar anser att det finns ett starkt och berättigat intresse av förevarande process. Solidar framför även synpunkter på Finansinspektionens handläggning.

Finansinspektionen bestrider bifall till överklagandet och vidhåller de bedömningar och ställningstaganden som gjorts i det överklagade beslutet.

Finansinspektionen beslutade på begäran av Solidar den 13 december 2018 om återkallelse av bolagets samtliga tillstånd.

### **SKÄLEN FÖR AVGÖRANDET**

#### **Finansinspektionens handläggning**

Solidar har anfört att det har förelegat brister i Finansinspektionens handläggning av ärendet. Solidar har bl.a. begärt ha ett möte med Finansinspektionen. Finansinspektionen har redogjort att sammanlagt nio skrivelser skickades till Solidar den 9 mars 2016–22 januari 2018 och att

Solidar svarade skriftligen på samtliga dessa skrivelser. Något fysiskt möte bedömdes därför inte vara nödvändigt enligt Finansinspektionen.

Finansinspektionen har gett Solidar tillfälle att yttra sig över de observationer och preliminära bedömningar som myndigheten har gjort i det aktuella ärendet. Även om Solidars önskemål om ett möte inte har hörsammats av Finansinspektionen anser förvaltningsrätten att Finansinspektionens handläggning har uppfyllt de krav som följde av 4 och 14 §§ i den vid aktuell handläggningstidpunkt tillämpliga förvaltningslagen (1986:223) samt iakttagit vad som följer av 23 och 24 §§ förvaltningslagen (2017:900). Enligt förvaltningsrättens mening får det därmed anses ha varit obehövt att komplettera den skriftliga handläggningen med muntlig handläggning. Förvaltningsrätten bedömer vidare att ärendet blivit erforderligt utrett vid Finansinspektionen. Förvaltningsrätten bedömer sålunda att handläggningen vid Finansinspektionen inte varit behäftad med sådana brister att det överklagade beslutet ska undanröjas.

### **Intressekonflikter**

#### *Solidar*

Solidar har vid var tid haft en skriftlig och av styrelsen beslutad instruktion för hantering av intressekonflikter. Den är föremål för regelbunden översyn och uppdateras kontinuerligt. Den anger bl.a. rutiner för identifiering, dokumentation och hantering av intressekonflikter. Solidar hade under 2015 identifierat en intressekonflikt. I instruktionen för hantering av intressekonflikter angavs vidare hur sådana intressekonflikter ska hanteras. Instruktionen uppdaterades sedermera på så sätt att motpart, styrelseledamöter och ägare namngavs uttryckligen. Vilka som åsyftades hade dock hela tiden varit känt inom Solidar. Intressekonflikten antecknades också i utvärderingsunderlaget för DSP. Intressekonflikten var välkänd

inom Solidar. Att Roland Johansson hade ägarintressen i DSP hade förvaltningsorganisationen och avdelningsansvariga upplysts om särskilt. Delar av organisationen hade även deltagit i utvärdering av motparten och genomfört platsbesök på DSP.

#### *Finansinspektionen*

Det har funnits en intressekonflikt eftersom styrelseordföranden och huvudägaren i Solidar samt ledamöter i Solidars styrelse har varit indirekta ägare i DSP samtidigt som Solidar har utvärderat frågor om handel med DSP och utvecklat derivatinstrumentet (FoB) samt inlett handel med instrumentet. I de interna regler som Solidar gav in till Finansinspektionen i februari 2016 anges inte något om intressekonflikter. I en version av de interna reglerna från februari 2017 har Solidar identifierat motparten DSP och intressekonflikten som föreligger då DSP sedan i november 2016 ägs av Solidar. Däremot har det inte angetts något om några åtgärder vidtagits på grund av detta. Solidar har uppgett att diverse åtgärder pågår såsom workshops, uppdatering av interna regler och att intressekonflikter sedan november 2016 lagts till som en punkt i dagordningen på styrelsemöten. Vidare att dåvarande styrelseordföranden och aktuell styrelseledamot har avgått och att handeln med DSP har upphört i mars 2017.

#### *Förvaltningsrättens bedömning*

I november 2016 förvärvade Solidarkoncernen 75 % av DS Holding Ltd, ett bolag som i sin tur ägde bolaget DS Platforms Ltd (DSP) till 100 %. Från slutet av 2014 och under hela 2015 utvecklade Solidar tillsammans med DSP ett derivatinstrument kallat Forwards on Basket of Futures, (FoB). Vid handel agerade DSP motpart i transaktioner med FoB för Solidars räkning.

Oktober 2014–oktober 2015 var Solidars styrelseordförande samtidigt styrelseledamot och indirekt ägare av DSP. Detsamma gällde under 2016 och de första månaderna 2017 var Solidars styrelseordförande samtidigt indirekt ägare i DSP. Även en av Solidars styrelseledamöter var oktober 2015–november 2016 samtidigt indirekt ägare till DSP. Det har på grund av förbindelserna mellan Solidar och dessa personer ålegat Solidar att beakta om fondbolaget kan komma att bli styrt av andra intressen än fondandelägarnas. Förhållandena har funnits i Solidars verksamhet under en längre tid. Förvaltningsrättens bedömning är att det rör sig om en inte oidentifierad men otillräckligt hanterad intressekonflikt.

I Solidars instruktion avseende hantering av intressekonflikter fden 11 april 2017 anges att en särskild intressekonflikt har identifierats i att det i förhållande till en mäklare (DSP) som används av bolaget för fondernas räkning finns ägare till och styrelseledamöter i bolaget som har intressen i mäklaren. Vidare att bolaget har antagit en särskild instruktion om bästa utförande, vilken bl.a. uppställer tydliga kvantitativa och kvalitativa kriterier för de motparter som bolaget ska använda för fondernas räkning. Motparterna ska regelbundet utvärderas. I motsvarande instruktion från februari 2016 anges samma information men där namnges inte DSP.

Med anledning av internrevisionen i december 2015 anger PwC att det noterat att bolaget har identifierat en intressekonflikt mellan fondbolaget och mäklaren som sätter upp flex-derivatet då ägaren till fondbolaget även är ägare i mäklaren. Det anges vidare att detta ska hanteras genom regler för bästa utförande och även hanteras genom upplysning i årsredovisning. I internrevision från februari 2017 understryker PwC att valet av strategi, det vill säga att bolaget ingår derivatkontrakt med endast en motpart ägd till 75 % av Solidar, skulle kunna ifrågasättas i ljuset av reglerna om bästa möjliga resultat vid utförande av order om det finns andra och för andelsägarna bättre sätt att uppnå eftersträvad exponering. Dessutom beskrivs att Solidars

verksamhetsplan enligt LVF ska innehålla uppgifter om förbindelsen mellan bolagen men att sådana uppgifter inte finns i verksamhetsplanen.

Förvaltningsrätten bedömer att det genom den intressekonflikt som funnits och på grund av bolagsgruppens ägande, struktur samt verksamhet, har förelegat en uppenbar risk för att Solidar satt egna ekonomiska intressen framför fondandelägarnas gemensamma intresse. Förvaltningsrätten finner det även utrett att frågor om fondförvaltning, strategi och administration av motparter har avhandlats på styrelsemöten. T.ex. vid styrelsemöte i februari 2015 har Solidars huvudägare tillika styrelseledamot i DSP varit ordförande och frågor om Solidars relation till DSP har avhandlats. Vid styrelsemöte den 6 april 2016 informerade Solidars huvudägare om att han indirekt äger ca 17 % av DSP och att han inte har någon aktiv roll i det bolaget utan avgick ur dess styrelse i juni 2015. Av utredningen i målet framgår vidare att Solidar inte i tillräcklig utsträckning har haft interna regler av vilka det framgår hur bolaget hanterat eller dokumenterat denna intressekonflikt.

Sammantaget har bolaget alltså inte vidtagit alla rimliga åtgärder för att förhindra att fondandelsägares intressen påverkas negativt av intressekonflikter. Således har bolaget inte uppfyllt de krav som följer av 2 kap. 17 § andra stycket och 17 f § andra stycket samt 4 kap. 2 § tredje stycket LVF samt vad som föreskrivs om interna regler och kriterier för identifiering, hantering samt dokumentation av intressekonflikter i 15 kap. FFFS 2013:9. Det bolaget anfört om vidtagna åtgärder är inte tillräckligt för att bolaget ska anses ha hanterat intressekonflikterna på erforderligt sätt.

### **Handla i fondandelägarnas intressen**

#### *Solidar*

Finansinspektionens prövning av bolagets uppgifter i kalkylarket i vilket olika exponeringstekniker utvärderas saknar laglig grund. Bolaget har själv uppgett att det är en ofullständig utvärdering. Det går att fråga sig vad utgången hade blivit om arket inte hade upprättats och getts in. Ett fondbolag kan inte på förhand utläsa att eventuella brister i ett dylikt ark skulle kunna medföra sanktion från Finansinspektionen. Skälet till att arbetet med arket inte fullföljdes var framför allt att det framkom att Solidars fondbestämmelser inte medgav en handel enligt den alternativa förvaltningsstrategin på grund av att Solidar enligt fondbestämmelserna tillämpade åtagandemetoden. Något som framgår direkt av handlingen. Detta har Solidar även upplyst Finansinspektionen om. Vilket stöd har Finansinspektionen för uppfattningen att bolaget hade behövt ändra fondbestämmelser för att kunna använda den riskbedömningsmetod som krävdes enligt inspektionens alternativa förvaltningsmetod? Finansinspektionen har infört fondbestämmelseanpassningskrav vid val av ”förvaltningsstrategi” vid risk av sanktion, men det är oklart var lagstödet för ett sådant krav finns.

Bolaget kritiseras av inspektionen för att i kolumnen ”futures basket” i arket inte ha medtagit fullständiga och korrekta kostnader. Den fråga som inställer sig är vilka kostnader som måste tas med i den utvärdering som följer av Finansinspektionens utvärderingsobligatorium. Sammanfattningsvis finns det inte någon konkret och preciserad handlingsnorm vad avser upprättandet av en kostnadsjämförelse. De brister som finns i arket kan inte föranleda någon sanktion. Finansinspektionen kritiserar även Solidar för att inte ha genomfört en jämförelse med relevant OTC-derivat, dvs. att Solidar har

brutit mot skyldigheten att jämföra med alla upptänkliga finansiella instrument. Det är oklart för Solidar var det föreskrivs att en jämförelse har ett krav på fullständighet för att kunna utgöra en godtagbar jämförelse. Finansinspektionens beräkning av 1 625 olika transaktioner i olika terminer och i tre olika valutor måste sättas i relation till 32 transaktioner i ett instrument och i en valuta vilket är motsvarande vad Solidars handel medfört. Finansinspektionen bör utveckla vilka konsekvenser vad avser direkta och indirekta kostnader för förvaltningen av fonderna detta kan ha samt även skillnader med avseende på operativa risker.

Finansinspektionens inställning ger sken av att det bara skulle varit för Solidar att köpa de aktuella terminerna och på så sätt uppnå samma avkastning som erhöles via FoB. Så är emellertid inte fallet. Ett viktigt skäl till att handla FoB genom mäklare är att erhålla förmånliga priser på respektive termin. De pris som erhöles har stor betydelse för fondandelägarnas avkastning. Solidar skulle inte vid en tillämpning av den alternativa förvaltningsstrategin kunnat erhålla samma avkastning som erhöles via instrumentet FoB. Marknadsaktörerna kan vanligen lämna bättre priser vid större affärer med flera olika index. Det innebär att FoB som är en paketering av flera olika instrument, i sig medför en högre sannolikhet för ett bättre pris.

#### *Finansinspektionen*

Det är oklart hur FoB har utvecklats men inspektionen menar att bolagets utvärdering av olika förvaltningsstrategier inför valet av förvaltningsstrategi har innehållit bl.a. felräkningar av courtage och clearingkostnader. När handeln med FoB inleddes borde bolaget ha uppmärksammat att det innebar väsentligt högre kostnader än att handla i aktieterminer och valutaterminer direkt. Finansinspektionen har uppskattat att kostnaden för handeln med FoB varit ca 40 miljoner kr och i en alternativ strategi ca 7 miljoner kr. FoB



är inte ett transparent instrument, avslut görs utanför börsen och rapporteras dit i efterhand vilket kan ses vid jämförelse av de e-postkonversationer som getts in. Handeln har präglats av låg transparens och därmed ingen genomlysning. Den handel bolaget har utfört för sina fonder har stått för hela omsättningen i produkten under den granskade perioden. Ingen annan aktör har handlat med produkten. FoB är inte kostnadseffektivt för fondandelsägarna och kan inte ha varit i fondandelägarnas intresse. De andra strategierna hade varit mer kostnadseffektiva och hade gett en likvärdig avkastning. Detta beror inte på att FoB i sig inte har följt utvecklingen på de önskade marknaderna utan på att fondandelägarna har missgynnats av den courtagemodell som bolaget har avtalat med DSP. Handeln i FoB har under den granskade perioden uppgått till ca 39 % av den totala handeln i de granskade fonderna och stått för ca 80 % av förvaltningskostnaderna.

I sin utvärdering har Solidar använt samma antaganden om de indirekta kostnaderna, dvs. kostnader för att köpa in och finansiera samt ställa säkerheter för underliggande finansiella instrument, för FoB respektive den alternativa förvaltningsstrategin och har alltså uppskattat att kostnaderna skulle vara desamma. De indirekta kostnaderna kan alltså inte ha varit avgörande för bolagets val av förvaltningsstrategi. Även kostnader för säkerhetshanteringen har av Solidar uppskattats vara desamma för FoB respektive den alternativa förvaltningsstrategin. När Finansinspektionen rättade Solidars räknefel i utvärderingen av olika förvaltningsstrategier konstaterades att skillnaden i kostnader mellan de två strategierna utgörs av de direkta kostnaderna för courtage och clearing, inte av de indirekta kostnaderna. De totala faktiska direkta kostnaderna för FoB har uppgått till ca 40 miljoner kr att jämförs med den alternativa förvaltningsstrategin där kostnaden skulle ha uppgått till ca 7 miljoner kr. Det innebär att handeln med FoB har belastat andelsägarna med extra kostnader på ca 33 miljoner

kr, jämfört med vad den alternativa förvaltningsstrategin hade inneburit för samma exponering.

Antalet transaktioner, 1 625, är vad ett fondbolag normalt kan hantera. Dessutom framgår av två transaktionslistor, FI 43.18 och 45.25, att bolaget genomförde 135 transaktioner och inte 32. Aktieindex- och valutaterminer handlas enligt ett standardiserat förfarande i särskild orderläggning på de olika marknadsplatserna. Hanteringen hade varit betydligt mer standardiserad eftersom handeln sker över börsen än den manuella hanteringen av FoB via bl.a. mejl till DSP. Vid handeln med FoB läggs order per mejl dag 1 och bekräftelse på avslut erhålls per mejl dag 3.

Genom att avtala ett courtage uttryckt som en andel av marknadsvärdet har bolaget försatt andelsägarna i en situation där kostnaderna blir omotiverat höga. Avtalat courtage var 2,5 baspunkter (0,025 %) av FoB-kontraktets marknadsvärde vilket ungefär motsvarar courtagekostnaden för att handla med aktier. Det som leder till höga kostnader är att FoB precis som alla derivatinstrument har ett förfalldatum. Terminerna rullas och det genereras på så sätt dubbelt courtage. Bolagets förvaltningsstrategi går ut på att rulla terminerna kvartalsvis. Vidare omöjliggör förfallokalendern för FoB att det skulle kunna ske fler än fyra rullningar per år och bolagets påstående om att det förhandlat sig till kostnadsfria kvartalsterminspositioneringar (rullningar) efter den fjärde rullningen under ett kalenderår saknar alltså värde för fondandelsägarna.

Solidars beräkning och utvärdering av OTC-swapavtal som ett alternativ till handel med FoB har inte heller utvärderats eller jämförts på ett rättvisande sätt. Genom att inte kontakta andra motparter har Solidar inte kunnat jämföra bl.a. faktorn pris med fler motparter än DSP.

*Förvaltningsrättens bedömning*

Utöver det grundläggande kravet att fondförvaltningen uteslutande ska ske i fondandelägarnas intresse i 4 kap. 2 § tredje stycket LVF anges i 16 kap. 1 § fjärde stycket FFFS 2013:9, att ett fondbolag ska agera på ett sätt som innebär att omotiverade kostnader inte uppstår för fondandelägarna.

I det överklagade beslutet har Finansinspektionen identifierat brister i Solidars kostnadsberäkningar av handel i det flexibla derivatet respektive för handel direkt i det flexibla derivatets underliggande aktieterminer och valutaterminer. Bristerna anges till exempel vara att vid beräkningen av kostnaderna för det flexibla derivatet har kommissionen för att handla angetts till ett pris ca 40 % lägre än det faktiska pris som fonderna betalat och att det för handel direkt i de underliggande aktieterminerna och valutaterminerna använts felaktiga kostnader för kommission och clearing. Finansinspektionen har vidare påpekat att valutaterminer inte handlas med kommissions- och clearingkostnad. Finansinspektionen påstår att bristerna i bolagets beräkningar gör att Solidars kostnadsuppskattning alltid kommer att vara 50 % högre för handel direkt i det flexibla derivatets underliggande aktieterminer och valutaterminer än för handel i det flexibla derivatet även när kostnaderna är identiska mellan strategierna. Enligt Finansinspektionens beräkningar har handeln med det flexibla derivatet belastat fondandelägarna med extra kostnader på ca 33 miljoner kr, jämfört med vad den alternativa förvaltningsstrategin hade inneburit för samma exponering.

Finansinspektionen har genom det tillgängliga materialet i målet fört bevisning för sin ståndpunkt att Solidar inte har handlat uteslutande i fondandelarnas gemensamma intresse och inte agerat på ett sätt som innebär att omotiverade kostnader inte har uppstått för andelsägarna.

Det finns inte skäl att ifrågasätta bolagets påstående om den avkastning bolaget uppger sig ha haft men mot bakgrund av vad som framkommit i Finansinspektionens tillsyn, finns flera anledningar att ifrågasätta bolagets handel med DSP som motpart i transaktioner med det flexibla derivatet (FoB). Solidar menar att bolagets utvärdering av olika strategier, i vilket olika exponeringstekniker utvärderades, aldrig fullföljdes framförallt eftersom bolaget hade behövt ändra fondbestämmelser för att kunna använda någon annan riskbedömningsmetod i sin förvaltning.

Förvaltningsrätten anser dock att handlingarna i målet visar att den intressekonflikt som förelåg i bolaget borde ha utgjort ett incitament för bolaget att grundligt utvärdera sin förvaltningsstrategi för att säkerställa att den innebar att bolaget uteslutande handlade i fondandelägarnas gemensamma intresse och agerade på ett sätt innebärande att omotiverade kostnader inte uppstod för fondandelägarna. Detta anser förvaltningsrätten särskilt mot bakgrund av den av Solidar oemotsagda uppgiften att handeln i FoB, under den av Finansinspektionen granskade perioden, uppgått till ca 39 % av den totala handeln i de granskade fonderna och stått för ca 80 % av förvaltningskostnaderna.

Förvaltningsrätten anser sammantaget att utredningen i målet ger tillräckligt stöd för bedömningen att Solidar inte har handlat uteslutande i fondandelarnas gemensamma intresse och inte agerat på ett sätt som innebär att omotiverade kostnader inte har uppstått för andelsägarna. Solidar menar att den förvaltningsstrategi som Finansinspektionen anger som alternativ inte var möjlig för Solidar på grund av att Solidars riskbedömningsmetod inte gick att förena med den strategin. Som Finansinspektionen påpekat kan ett sådant synsätt dock inte anses förenligt med bestämmelserna om att fondbolag ska handla uteslutande i fondandelägarnas intresse. I 25 kap. 4 § andra stycket FFFS 2013:9 anges att ett fondbolag för varje värdepappersfond ska välja den riskbedömningsmetod som är mest lämplig med hänsyn till fondernas placeringsstrategier, typen av derivatinstrument

som används och deras komplexitet samt hur stor del av fonden som utgörs av derivatinstrument. Mot bakgrund av det som anförts ovan instämmer förvaltningsrätten i Finansinspektionens bedömning att Solidars funktion för riskhantering hade kunnat föreslå en ändrad riskbedömningsmetod.

### **Bästa möjliga resultat, utvärdering och uppföljning av motparter**

#### *Solidar*

Aktuella bestämmelser i 18 och 19 kap. FFFS 2013:9 är inte tillämpliga på det sätt som Finansinspektionen menar. Bestämmelserna träffar inte godkännandeprocessen av nya motparter eller utvärdering och analyser av förvaltningsstrategier och investeringstekniker. Solidar har aktivt sökt nya motparter avseende FoB och det är Solidars uppfattning att courtaget om 2,5 bps motsvarade ett marknadsmässigt courtage även vid årsskiftet 2016/17.

#### *Finansinspektionen*

Solidar har under hela 2016 endast kunnat handla FoB genom DSP. Motpartsutvärderingen av DSP i början av 2016 var summarisk. Solidar hade, för att uppfylla kraven i 18 kap. 2 § FFFS 2013:9, bort utvärdera fler eventuella motparter för handel med FoB. Finansinspektionen har utrett att det inte har funnits några av Stockholmsbörsen uppställda särskilda regler för vilka aktörer som får handla och cleara FoB. Övriga börsmedlemmar, utöver DSP, har således haft tillgång till marknaden. Solidar har inte kontaktat alternativa motparter innan handeln med FoB påbörjades. Vid en kostnadsutvärdering är det inte tillräckligt att kontakta eventuella motparter först ca ett halvår efter att handel med ett nytt finansiellt instrument har påbörjats. Genom att inte kontakta andra motparter har bolaget inte kunnat jämföra bl.a. faktorn kostnad med fler motparter än DSP.

*Förvaltningsrättens bedömning*

Finansinspektionen har undersökt Solidars åtgärder för att uppnå bästa möjliga resultat vid placering av order i det flexibla derivatet för fonderna. Inspektionen har utgått från bolagets interna regler för bästa möjliga resultat, utvärderingsunderlag och dokumentation av utvärderingar. Finansinspektionen har bedömt att Solidars vidtagna åtgärder: motpartsutvärdering, uppföljning av motparter och utvärdering av instrument och förvaltningstekniker, inklusive transaktionskostnader mellan olika förvaltningsstrategier, inte varit tillräckliga.

Inledningsvis konstaterar förvaltningsrätten att de aktuella föreskrifterna är tillämpliga vid utförande av portföljtransaktioner och vid placering av order. Förvaltningsrätten finner det utrett i målet att Solidar inte i tillräcklig utsträckning utvärderade någon annan motpart än DSP innan handeln med FoB inleddes genom DSP. Det fanns redan då ekonomiska intressen för vissa personer att så många transaktioner som möjligt utfördes just mellan Solidar och DSP. En sådan situation borde rimligtvis ha föranlett fullödiga undersökningar av potentiella ytterligare och andra motparter. Av bolagets instruktion avseende bästa möjliga resultat från februari 2016 framgår att bolaget vid placering av order för fonds räkning hos tredje man, t.ex. en mäklare, i syfte att uppnå bästa möjliga resultat normalt ska tillmäta den totala kostnaden störst betydelse men att bolaget i vissa fall kan komma att ta större hänsyn till sannolikheten för att ordern blir utförd och avvecklad. Vilken motpart ett bolag använder och till vilket pris är av betydelse för att kunna uppskatta kostnad och uppfylla syftet med reglerna om bästa möjliga resultat. Mot bakgrund av vad som nu anförts finner förvaltningsrätten i likhet med Finansinspektionen att bolaget inte har gjort en tillräcklig utvärdering som beaktat samtliga faktorer enligt 18 kap. 2 § FFFS 2013:9. När det gäller motpartsutvärderingen av DSP och uppföljning av motparter,

konstaterar förvaltningsrätten i likhet med Finansinspektionen att dokumentationen varit bristfällig.

Mot bakgrund av utredningen i målet och vad parterna anfört finner förvaltningsrätten alltså i likhet med Finansinspektionen att Solidar inte i tillräckligt hög grad beaktat samtliga faktorer i 18 kap. 2 § FFFS 2013:9 och den relativa betydelsen av dessa faktorer för att i enlighet med 19 kap. 2–5 §§ samma föreskrifter anses ha vidtagit alla rimliga åtgärder för att uppnå bästa möjliga resultat för de värdepappersfonder Solidar förvaltar.

### **Riskbedömning och riskhantering**

#### *Solidar*

Solidar har inte avräknat ställda säkerheter för derivatpositioner. Finansinspektionen har alltså felaktigt antaget att ett konto som internt haft beteckningen ”säkerhetskonto” avsett ställda säkerheter för derivatpositioner. Säkerställda obligationer har heller aldrig använts för att nedbringa exponeringen och Solidar har aldrig hävdats att sådana utgjort kassabehållning. Solidar anser att kontanta medel placerade hos svenskt kreditinstitut med hög kreditrating och svenska säkerställda obligationer med räntebindningstid på maximalt tre månader utgör riskfria tillgångar. Rekommendationen är föråldrad och i den nämns endast ”amerikanska statsskuldväxlar” som riskfri tillgång. Normal finansiell portföljteori innebär att även andra tillgångar än statsskuldväxlar kan utgöra så kallad riskfri tillgång. Solidar hänvisar till CESR-riktlinjerna och utlåtande från docent Blomwall och Fondbolagens förening angående att banktillgodohavanden är riskfria tillgångar då exponeringslimit beräknas och Solidars beräkning av exponeringslimit inte strider mot lag i denna del.

I ärendet har frågan uppkommit om ett innehav av en såld OMX-termin (exponering mot aktier på Stockholmsbörsen), där fonden samtidigt äger underliggande motsvarande aktier, i exponeringshänseende får nettas (avräknas) mot FoB, det vill säga en global aktietermin. Solidar har nettat, det vill säga avräknat mot varandra stående positioner på visst sätt.

Finansinspektionen har uppställt ett tilläggsrekvisit som inte följer av lag, föreskrift eller finansiell teori. Transaktionerna som nettas mot varandra måste ske ”samtidigt” och vara synkroniserade. Det är inte korrekt. Det är istället vid var tid den riskreducerande effekten som är relevant.

Finansinspektionen har vidare i beslutet kommit fram till att fondens innehav av en såld OMX-termin där fonden samtidigt äger tillgångar av samma OMX-aktier inte innebär en tydlig reduktion av riskexponeringen i fonden. Solidar har dock utifrån finansiell teori matematiskt bevisat att den som säljer avkastningen från en tillgång som ägs och köper avkastning från en annan tillgång faktisk åstadkommer en riskreduktion.

Finansinspektionen har inte utvecklat på vilket sätt Solidar skulle ha ”underskattat uppenbara och väsentliga risker”. Att transaktionerna genomförs vid olika tidpunkter, men överlappar varandra, ska inte påverka riskexponeringen över tid.

Solidar har haft kvalificerade resurser vad avser riskhantering nämligen egen personal med stor erfarenhet, systemstöd i form av riskhanteringssystem och stöd från SEB som under 2015–2017 haft ett uppdrag att bistå riskavdelningen med kvalificerade periodiska riskrapporter bl.a. vad avser exponering. Riskmätning har skett dagligen, veckovis samt månadsvis i enlighet med LVF och Solidars interna regelverk. I ett fall har Solidars riskfunktion upptäckt en limitöverträdelse. Denna korrigerades omedelbart vid upptäckt, dokumenterades och rapporterades till styrelsen genom en riskrapportering. Solidar vidtog därefter åtgärder för att säkerställa att liknande fel inte kunde inträffa framgent. Någon skada för



andelsägarna var det inte heller fråga om och det kan rimligen inte utgöra en omständighet som läggs till grund för en sanktion.

Det framgår inte av lag eller föreskrift hur beräkningen av sammanlagd exponering ska ske. Sammanfattningsvis anser Solidar att det funnits stöd för de beräkningar som gjorts och den uppfattning riskavdelningen har haft. Det finns emellertid utrymme för diskussion och Finansinspektionens uppfattning i frågan är givetvis mycket viktig. Finansinspektionen har inte i dialog med Solidar (eller annat svensk fondbolag som tillämpat samma principer) eller genom utfärdande av rapport eller annan anvisning tydligt klargjort myndighetens inställning. Inte heller har inspektionen utfärdat ett föreläggande vilket borde ha varit det mest naturliga ingripandet i förevarande frågeställning. Reglerna är otydliga, inte minst när det gäller nya typer av värdepapper och det saknas praxis. Solidar anser sig fullt ut ha beaktat vad som stadgas i 25 kap. 5 § LVF samt FFFS 2013:9 angående exponeringsberäkningar. Docent Blomwalls utlåtande stödjer Solidars beräkningar och visar att Solidar både tolkat och tillämpat åtagandemetoden på ett korrekt sätt.

#### *Finansinspektionen*

Solidars felräkning av kursförändringar avseende FoB pågick nästan under fyra månader i FoB som var det dominerande innehavet i tre av fyra granskade fonder och utgjorde ett mindre innehav i den fjärde granskade fonden. Utöver att tillåten gräns för sammanlagd exponering i derivatinstrumentet överskreds, innebar felräkningen även att fonderna hade en högre risknivå än vad som var tillåtet.

Åtagandemetoden är en riskbegränsningsmetod som syftar till att begränsa den risk som följer av handel med derivatinstrument. Reglerna i 5 kap. LVF och 25 kap. fondföreskrifterna samt CESR-riktlinjerna innebär att ett

fondbolag bara kan netta en kort position mot en lång position när positionerna avser samma underliggande finansiella instrument. Solidar har däremot nettat en kort position mot en lång position som har olika finansiella instrument. Det är alltså inte möjligt att genomföra nettning på det sätt som Solidar har gjort. OMX-terminer och FoB är olika finansiella instrument och får därför inte nettas mot varandra. Med stöd av reglerna om hedgening får OMX-terminerna endast tas upp till noll inte till ett negativt värde som nettas mot FoB. Positionerna kan inte heller likställas med en swap av de anledningar som anförs i det överklagade beslutet.

CESR-riktlinjerna kan inte tolkas så att reglerna i LVF eller fondföreskrifterna kringgås. Det finns inte stöd för att likvida medel på konto (bankmedel), säkerställda obligationer samt nu aktuella OMX-terminer och OMXS30-aktier utgör en riskfri tillgång enligt reglerna i 5 kap. LVF. Inte heller 25 kap. fondföreskrifterna eller CESR-riktlinjerna innehåller regler om att sådana tillgångar utgör riskfria tillgångar.

Finansinspektionen anser att box 4 med tillhörande förklarande texter i punkterna 14 och 15 i CESR-riktlinjerna inte ger stöd för att hävda att bankmedel utgör en riskfri tillgång. Det anges inte att bankmedel (eller andra tillgångsslag än kortfristiga statspapper) utgör en riskfri tillgång. Bankmedel utgör en fordran mot den aktuella banken och är således förenad med kreditrisk. Vidare ger bankmedel på grund av den högre risken också en högre avkastning än statsskuldsväxlar. Solidars kassabehållning har varken utgjorts av eller motsvarat statsskuldsväxlar av hög kvalitet. Finansinspektionen delar därför inte uppfattningen att det skulle råda sådan osäkerhet kring fråga om riskfria tillgångar att det skulle finnas skäl att undanta denna del av felräkningen från inspektionens beslut. Det bör också poängteras att bolaget först sent i processen, efter Finansinspektionens påpekanden om felräkningarna, invänt att den totala derivatexponeringen skulle kunna minskas med hänvisning till den aktuella bestämmelsen.

Även om bankmedel får avräknas vid beräkning av sammanlagd exponering avseende derivat, skulle det ändå innebära att fonden Master Aggressiv vid 11 av 13 granskade tillfällen har haft en för hög sammanlagd exponering. Fonden Master Flex skulle dock i sådant fall inte ha haft en för hög sammanlagd exponering. Inspektionen vill betona att bristerna relaterade till för hög sammanlagd exponering inte varit avgörande för Finansinspektionens beslut.

*Förvaltningsrättens bedömning*

Finansinspektionen har granskat bolagets beräkning av sammanlagd exponering som hänför sig till derivatinstrumenten för fonderna. Vid granskningen har Finansinspektionen funnit två brister i Solidars beräkning av sammanlagd exponering som hänför sig till derivatinstrumentet i fonderna, dels felräkning av kursförändringar för det flexibla derivatet dels felräkning av OMX-terminer.

Förvaltningsrätten konstaterar att Solidar har bekräftat att bolaget inte uppdaterade kursförändringar för det flexibla derivatet på ett korrekt sätt april–augusti 2016. Vidare noterar förvaltningsrätten att Solidar angett i riskrapport den 31 augusti 2016 att fonden Master Aggressiv hade för hög sammanlagd exponering och att fondens derivatexponering den 18 april–10 augusti 2016 varierat mellan 117-102 %. Förvaltningsrätten anser det genom detta utrett att bristen i förvaltning och riskbedömning ledde till att fonden fick en högre sammanlagd exponering som hänför sig till derivat än tillåtet.

Parterna har olika uppfattning i frågan om hur exponeringen som hänför sig till derivatinstrumentet kan beräknas. Solidar anser bl.a. att bankmedel är en riskfri tillgång och därför kan tillgodoräknas för avräkning och att t.ex.

fonden Master Aggressiv då inte har överskridit gränsen för tillåten sammanlagd exponering i derivatinstrumenten. Till stöd åberopas bl.a. bestämmelser ur CESR-riktlinjer.

Angående de tillgångar som Solidar menar att det kan avräkna mot det flexibla derivatet konstaterar förvaltningsrätten följande. Bankmedel anges inte som ett exempel på en i sammanhanget riskfri tillgång vare sig enligt reglerna i 5 kap. LVF, i 25 kap. fondföreskrifterna eller CESR-riktlinjerna. Detsamma gäller avseende en kassa bestående av OMXS30 aktier och indexterminer på aktiekorgen(OMX-terminen). Förvaltningsrätten anser därför att Finansinspektionen har haft fog för sin bedömning att bolaget inte har haft rätt att avräkna dessa tillgångar som riskfria tillgångar från den sammanlagda derivatexponeringen vid användande av åtagandemetoden.

Finansinspektionen har anfört att bolaget då det ansökte om godkännande av fondbestämmelserna uppgav att transaktioner som innebär att fonden byter avkastning mellan OMX-terminen och det flexibla derivatet sker samtidigt och att löptiderna är desamma. Sedermera har inspektionen upptäckt att transaktionerna inte sker samtidigt och att löptiderna inte är desamma.

Förvaltningsrätten konstaterar att åtagandemetoden syftar till att begränsa och kontrollera den risk som t.ex. följer av handel med derivat. Mot bakgrund av vad inspektionen har fört fram anser förvaltningsrätten att inspektionen har haft fog för sin bedömning att Solidars förfarande vid tillämpning av åtagandemetoden medfört att det inte tillräckligt tydligt gick att följa riskexponeringen i de aktuella fonderna. Vidare anser förvaltningsrätten att Finansinspektionen genom sin redogörelse av reglerna i 5 kap. LVF och 25 kap. fondföreskrifterna samt CESR-riktlinjerna förklarar och förtydligar att det inte är tillåtet att genomföra netting respektive hedgning på det sätt Solidar har gjort. Förvaltningsrätten finner inte anledning att ifrågasätta Finansinspektionens bedömning i denna del.

Mot bakgrund av vad parterna anfört anser förvaltningsrätten sammantaget att det inte finns skäl att frångå Finansinspektionens bedömning att Solidar har brustit i fondförvaltningen genom att inte iaktta reglerna i 5 kap. 13 § andra stycket LVF och 25 kap. FFFS 2013:9. Vidare har bolaget inte i tillräcklig utsträckning uppfyllt kraven på riskbedömning och riskhantering i 8 kap. 6 och 7 §§ samma föreskrifter.

### **Intern styrning och kontroll**

Enligt 2 kap. 17 § LVF ska ett fondbolag bl.a. ha sunda rutiner för intern kontroll. Finansinspektionen har i 7 kap. FFFS 2013:9 specificerat de organisatoriska krav som ställs på fondbolag i detta avseende.

Förvaltningsrätten anser mot bakgrund av redogörelsen och bedömningen förvaltningsrätten gjort ovan att Finansinspektionen har haft fog för sin bedömning att Solidar inte har haft sunda rutiner för intern kontroll under den i målet aktuella tidsperioden.

### **Ingripande**

Förvaltningsrätten har ovan konstaterat att Solidar har handlat i strid med LVF och Finansinspektionens föreskrifter. Av 12 kap. 1 § LVF framgår att om ett fondbolags överträdelse är allvarlig, ska bolagets tillstånd återkallas eller, om det är tillräckligt, varning meddelas. Av 12 kap. 2 § LVF framgår att Finansinspektionen vid valet av sanktion ska ta hänsyn till hur allvarlig överträdelsen är och hur länge den pågått. Särskild hänsyn ska tas till överträdelsens art, skador som uppstått och graden av ansvar.

I förarbetena anges att varning utgör ett alternativ till återkallelse av tillståndet. Åtgärden kan 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 fondbolaget påbörjat förändringar i sina interna rutiner eller vidtagit andra åtgärder som medför att det finns befogad anledning att anta att bolaget inte kommer att upprepa överträdelsen samt att starka skäl talar för att bolaget i framtiden kommer att följa det regelverk som gäller för verksamheten. Genom varningen kan inspektionen offentligt markera att överträdelsen uppfattas som allvarlig även om tillståndet inte återkallas, prop. 2007/08:57 s. 75.

Förvaltningsrätten anser i likhet med Finansinspektionen att de regler som Solidar handlat i strid med tillhör de mest centrala ett fondbolag har att följa. Bristerna har inte endast varit tillfälliga. Solidar har sent under processen i förvaltningsrätten självt begärt att få sina tillstånd återkallade. Mot bakgrund av vad som framkommit i målet anser förvaltningsrätten att Finansinspektionen, vid tiden för det överklagade beslutet, haft fog för sitt beslut att ingripa mot Solidar genom varning. I 12 kap. 7 § LVF anges att om ett fondbolag har meddelats beslut om varning får Finansinspektionen besluta att bolaget ska betala en sanktionsavgift.

Vid en sammanvägd bedömning av relevanta omständigheter samt med hänsyn till Solidars ekonomiska ställning samt vad som anförs om koncernens årsomsättning finner förvaltningsrätten inte anledning att göra någon annan bedömning av sanktionsavgiftens storlek än den Finansinspektionen har gjort i det överklagade beslutet.

### **Sammanfattning**

Som konstaterats ovan har Solidar inte iakttagit tillämpliga bestämmelser om intressekonflikter, handel i fondandelsägares intresse, bästa möjliga resultat, utvärdering och uppföljning av motparter, riskbedömning och riskhantering och interna styrning och kontroll. Bristerna är sådana att det finns förutsättningar för ingripande mot Solidar. Den valda sanktionen,

varning är inte en för hård sanktion. Den bestämda sanktionsavgiften, 10 000 000 kr är inte för hög. Finansinspektionen har således haft fog för sitt beslut. Överklagandet ska därför avslås.

### **HUR MAN ÖVERKLAGAR**

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

Mattias Almqvist  
Chefsrådman

Nämndemännen Per Arne Kempemo, Eva Eklund Warnke och Kenneth Andersson har också deltagit i avgörandet.

Hanna Axelsson har föredragit målet.



## 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 part som företräder det allmänna (till exempel myndigheter) räknas tiden alltid från beslutets datum.

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 rättstillämpningen.
- 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](http://www.domstol.se).