



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Ot.prp. nr. 53

(2000-2001)

**Om lov om endringer i lov 19. juni 1997
nr. 79 om verdipapirhandel (regulering
av handel med varederivater)**

*Tilråding fra Finansdepartementet av 30. mars 2001, godkjent
i statsråd samme dag.*

1 Proposisjonens hovedinnhold

1.1 Innledning

Finansdepartementet fremmer i denne proposisjonen forslag til lov om endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (vphl.), slik at varederivater omfattes av begrepet «finansielle instrumenter» i lovens § 1-2 annet ledd. Lovforslaget bygger på Varederivatutvalgets innstilling som er trykket som NOU 1999: 29. Formålet bak forslaget er å sikre effektive varederivatmarkeder. Det er videre et mål å legge til rette for at slik virksomhet kan drives i Norge.

Et derivat er en avtale om levering av et formuesgode på et fremtidig tidspunkt til en pris som er fastsatt på avtaletidspunktet. Avtalen kan enten angi en plikt for begge parter til å gjennomføre transaksjonen («termin») eller gi en av partene valgfrihet («opsjon»). Det som skal leveres kalles derivatets underliggende aktivum (underliggende). Derivatkontrakter er i seg selv gjenstand for omsetning. Formålet med slik derivathandel kan være å sikre seg mot prissvingninger i det underliggende aktivumet. Derivater som har finansielle instrumenter (f.eks. aksjer) som underliggende aktivum kalles «finansielle derivater». Virksomhet knyttet til slike derivater er lovregulert i verdipapirhandelloven og børsloven. Derivater som har varer og tjenester som underliggende aktivum kalles «varederivater». Virksomhet knyttet til handel i varederivater er i dag ikke særskilt lovregulert.

Det finnes en rekke varederivatmarkeder hvor det finnes norske investorer og mellommenn, herunder i jordbruksmarkedet (kornderivater), metallmarkedet (aluminiumsderivater), fraktmarkedet (fraktratederivater) og i oljemarkedet (oljederivater). Markedsplasser for disse varederivatene finnes i utlandet. Kraftderivatmarkedet er for tiden det eneste varederivatmarkedet med markedsplass i Norge. Markedet for den underliggende varen (kraft) er særskilt regulert i energiloven, og berøres ikke av det foreliggende forslaget. Det norske kraftderivatmarkedet er nærmere beskrevet i NOU 1999: 29 punkt 3.4.

Departementet foreslår at varederivater skal underlegges en mindre omfattende regulering enn andre finansielle instrumenter, slik som f.eks. aksjer. Dette skyldes ulikheter mellom varederivatmarkedene og markedene for andre finansielle instrumenter. Det antas bl.a. at hensynet til finansiell stabilitet og investorbeskyttelse er av mindre betydning ved utforming av regler for varederivater enn ved utforming av regler for andre finansielle instrumenter. Det er ingen EØS-forpliktelser som krever særskilt regulering av varederivater. Reguleringsbehovet er nærmere omtalt i kapittel 4.

1.2 Sammendrag av proposisjonen

Departementet foreslår en generell definisjon av varederivater som et finansielt instrument, uavhengig av om det er kraft eller en annen vare eller tjeneste som er underliggende aktivum. Definisjonen vil bare omfatte «finansielle»

varederivater, bl.a. for å avgrense mot alminnelige leveransekontrakter. Det vises til nærmere omtale i kapittel 5.

Handel i finansielle instrumenter er underlagt alminnelige handelsregler i verdipapirhandelloven kapittel 2. Disse reglene omfatter bl.a. forbud mot innsidehandel og markedsmanipulasjon. Departementet foreslår at det lovbestemte forbudet mot innsidehandel ikke skal få direkte anvendelse ved handel i varederivater, men at markeds plasser for varederivater pålegges å håndheve et innsidehandelforbud. Det foreslås imidlertid at forbudet mot markedsmanipulasjon og urimelige forretningsmetoder får direkte anvendelse ved handel i varederivater. Forslaget er nærmere omtalt i kapittel 6.

Det foreslås at mellommannsvirksomhet i varederivater ikke underlegges alminnelig konsesjonsplikt. Dette skyldes for det første vesentlige ulikheter i reguleringsbehovet mellom finansielle markeder og varederivatmarkeder, og ulikheter i de internasjonale rammevilkår for slik virksomhet. Videre vil markeds plassen kunne regulere mellommenn gjennom deres børsmedlemsskap. Det foreslås imidlertid å gjøre enkelte av virksomhetsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 9 gjeldende for varederivatforetak. Forslaget er nærmere omtalt i kapittel 7.

Markeds plasser for varederivater ble ved lov om børsvirksomhet av 17. november 2000 nr. 80 § 1-4 gitt mulighet til å søke om børskonsesjon. Dersom varederivater defineres som finansielle instrumenter, reduseres behovet for særskilte tilpasninger i børsloven for at markeds plasser for varederivater skal kunne søke konsesjon. Reguleringen av markeds plassfunksjonen er nærmere omtalt i kapittel 8.

Departementet foreslår at de alminnelige reglene om oppgjør og registrering bør få anvendelse ved handel i varederivater. Det foreslås videre å innføre en særskilt motregningsadgang for varederivater som gjøres opp under medvirkning av en oppgjørssentral. Forslaget er nærmere omtalt i kapittel 9.

2 Bakgrunnen for lovforslaget

2.1 Varederivatutvalget - oppnevning og mandat

Varederivatutvalget ble oppnevnt ved Finansdepartementets brev 25. september 1998. Utvalget skulle utrede spørsmålene om regulering av varederivater. Utvalget ble i Finansdepartementets brev 7. juli 1998 gitt følgende mandat:

«Verdipapirhandellovutvalget har i NOU 1996:2 blant annet vurdert om det bør innføres en generell regulering av formidling av varederivater. Utvalget fant på bakgrunn av de ulike hensyn i ulike markeder, ikke grunn til å foreslå at formidling av varederivater skulle anses som konsesjonspliktig ytelse av investeringstjenester. Etter utvalgets syn burde spørsmålet om konsesjonsplikt og vilkår for konsesjon, vurderes på bakgrunn av de konkrete markeder, herunder de særlige regler som gjelder den aktuelle vare derivatene er basert på. Ettersom erfaringene med varederivatmarkedet i Norge er begrenset, antok utvalget at en slik utredning mest hensiktsmessig kunne foretas med utgangspunkt i de erfaringer som opparbeides i forbindelse med kraftderivatmarkedet, og på bakgrunn av de særlige hensyn energiloven skal ivareta.

I Ot.prp. nr. 29 (1996-97) om lov om verdipapirhandel uttaler Finansdepartementet blant annet at det bør foretas en nærmere utredning av hvilke særlige behov som foreligger i et varederivatmarked, og hvilke tilpasninger i forhold til de regler som gjelder for verdipapirmarkedet som på denne bakgrunn er nødvendige.

I Innst. O. nr. 83 (1996-97) tar Finanskomiteens flertall departementets standpunkt til etterretning. Flertallet forutsatte videre at departementet i forbindelse med fremleggelse av Nasjonalbudsjettet 1998 redegjør for varederivatenes omfang og betydning i Norge. En slik redegjørelse ble gitt i Nasjonalbudsjettet 1998 (St.meld. nr. 1 (1997-98)).

På bakgrunn av ovennevnte har Finansdepartementet besluttet å nedsette en arbeidsgruppe som skal utrede spørsmålene om regulering av varederivater nærmere. Arbeidsgruppen gis følgende mandat:

«Arbeidsgruppen skal gjøre rede for handel med varederivater i Norge, herunder en beskrivelse av ulike aktører og markeds plasser. Beskrivelsen bør også omfatte oppgjørsvirksomhet i varederivatmarkedet.

Videre skal arbeidsgruppen vurdere behov for offentligrettslig regulering av handel i varederivater og av oppgjørsvirksomhet i tilknytning til slik handel.

Endelig skal arbeidsgruppen utforme et konkret forslag til regelverk på dette området.»»

Utvalget hadde følgende medlemmer (stilling ved oppnevningen er angitt):

- Fagdirektør, dr. polit, Gunnvald Grønvik, Norges Bank (leder)
- Avdelingsdirektør, dr. oecon. Morten Berg, Konkurransetilsynet
- Partner Heidi Hjellestad, Bergen Energi (etter forslag fra Kraftmeglerforbundet i Norden)
- Førstekonsulent Tore Mydske, Finansdepartementet

- Avdelingsleder Dag Erik Rasmussen, Oslo Børs
- Seniorrådgiver Anneli Raadim, Norsk Oppgjørssentral ASA
- Spesialrådgiver Kjersti Tøgard Trøbråten, Kredittilsynet
- Rådgiver Lasse Vannebo, Olje- og energidepartementet
- Økonomidirektør Linda Virkesdal, Nord Pool ASA

Den 22. januar 1999 ble advokat Mette Petersen, Christiania Bank og Kreditkasse ASA, oppnevnt som medlem av utvalget etter henstilling fra Den norske Bankforening. På grunn av tiltredelse i ny stilling ble Lasse Vannebo ved Finansdepartementets brev av 14. mars 1999 erstattet av førstekonsulent Trond Ulven Ingvaldsen fra Olje- og energidepartementet. På grunn av svangerskapspermisjon ble Kjersti Tøgard Trøbråten erstattet av rådgiver Trine-Lise Novsett i Kredittilsynet fra 22. mars 1999. Utvalgets sekretærer var førstekonsulent Ellen Jakobsen, Kredittilsynet og spesialrådgiver Jo Forfang, Norges Bank.

Varederivatutvalgets innstilling ble overlevert 28. september 1999. Innstillingen er trykket som NOU 1999:29 Varederivater.

2.2 Høringsuttalelser

Utvalgets utredning NOU 1999: 29 ble sendt på høring ved Finansdepartementets brev av 26. november 1999. Høringsfristen for den delen av forslaget som omfatter regler om markedsplass for varederivater og forholdet til Børslovutvalgets forslag ble satt til 21. januar 2000. For den øvrige delen av forslaget ble høringsfristen satt til 28. februar 2000. Følgende høringsinstanser har hatt merknader til utredningen:

- Bergen Energi AS
- Energiforsynenes Fellesorganisasjon
- Energiverkenes Landsforening
- Enron Nordic Energy
- Finansnæringens Hovedorganisasjon
- Fiskeridepartementet
- Justisdepartementet
- Kredittilsynet
- Landslaget for Regnskapskonsulenter
- M3 Kraft AS
- Nord Pool ASA
- Nordisk Krafthandlerforening
- Norges Bank
- Norges Fondsmeglerforbund
- Nærings- og handelsdepartementet (NHD)
- Norges vassdrags- og energidirektorat (NVE)
- Norsk Oppgjørssentral ASA
- Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO)
- Olje- og energidepartementet (OED)
- Statistisk sentralbyrå
- Skandinavisk Kraftmegling AS
- Statkraft SF
- Svenska Kraftverksföreningen
- Sveriges Ellevarantører
- Verdipapirfondenes Forening

- Verdipapirsentralen

I tillegg har følgende gitt merknader til utredningen:

- Statkorn

Følgende høringsinstanser har opplyst at de ikke har merknader til utredningen.

- Arbeids- og administrasjonsdepartementet
- Barne- og familiedepartementet
- Den norske Advokatforening
- Den norske Revisorforening
- Forbrukerombudet
- Forbrukerrådet
- Forsvarsdepartementet
- Handels- og Servicenæringens Hovedorganisasjon (HSH)
- Kirke-, utdannings- og forskningsdepartementet (KUF)
- Kommunal- og regionaldepartementet (KRD)
- Konkurransetilsynet
- Landbruksdepartementet
- Landsorganisasjonen i Norge
- Riksrevisjonen
- Statnettkundenes Fellesorganisasjon
- Utenriksdepartementet

Som følge av sammenslåingen mellom Den norske Bankforening og Norges Forsikringsforbund til Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) 1. januar 2000, har sistnevnte organisasjon avgitt høringsuttalelse.

Høringsinstansene stiller seg i hovedsak positive til lovutvalgets forslag om å definere varederivater generelt som finansielle instrumenter slik at også handel med varederivater blir regulert gjennom verdipapirhandelloven.

Enkelte høringsinstanser, slik som (blant andre) Kredittilsynet, Enron og Enfo mener at behovet for regulering må vurderes separat for de enkelte varederivatmarkeder

Et flertall av høringsinstansene støtter utvalgets forslag om konsesjonsplikt for å yte mellommannstjenester med varederivater samt forslaget om å gi verdipapirhandellovens generelle handelsregler, herunder innsidereglenes anvendelse. Flere høringsinstanser påpeker imidlertid behovet for en ytterligere presisering av hvordan innsidereglene skal anvendes på varederivater/tilpasning av innsidereglene for varederivater.

Videre er de fleste høringsinstansene positive til forslaget om å underlegge markedsplasser for varederivater regulering, og flere høringsinstanser understreker behovet for at det åpnes for netting (en særskilt motregningsadgang) av varederivater slik utvalget har foreslått.

3 Gjeldende rett

3.1 Norsk rett

Virksomhet knyttet til varederivater er i dag ikke lovregulert. Virksomhet med finansielle derivater regulert i verdipapirhandelloven som har som formål å legge til rette for «sikker, ordnet og effektiv handel» med finansielle instrumenter. Verdipapirhandelloven inneholder blant annet generelle handelsregler, herunder forbud mot innsidehandel, regler om taushetsplikt, regler om oppgjørssentral, krav til tillatelse for å yte investeringstjenester, virksomhetsregler for verdipapirforetak og regler om motregning.

Varederivater faller utenfor definisjonen av finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven § 1-2 andre ledd, jf. blant annet NOU 1996: 2 side 203. Verdipapirhandelloven er på dette punkt på linje med EUs investeringstjenesteditiv (ISD). Dette innebærer at verdipapirhandellovens regler ikke kommer til anvendelse på handel med og tjenester knyttet til varederivater. Heller ikke for mellommannsvirksomhet, markedsplass eller clearing og oppgjør finnes generelle regler for handel med varederivater. Det er heller ikke etablert noe særskilt tilsyn for slike virksomhet.

Omsetning av varer i det norske spotmarkedet (dvs. et marked der en vare kjøpes eller selges med umiddelbar levering) er normalt ikke underlagt særregulering, men underlagt vanlige regler som gjelder for handel, som blant annet avtaleloven, kjøpsloven og konkurranseloven.

Handel med fysisk kraft i Norge er regulert av energiloven av 29. juni 1990 nr. 50. For andre viktige produkter der norske aktører deltar i varederivatmarkedene, som korn, metaller og olje finnes det ingen særregulering av spotmarkedet. Utvalget redegjør nærmere for reguleringen etter energiloven som innebærer at ingen andre enn staten kan stå for omsetning av elektrisk energi med fysisk levering uten konsesjon (NOU 1999: 29 s. 33 og 70).

Nord Pool ASA (Nord Pool) har omsetningskonsesjon fra Norges vassdrags- og energidirektorat til å organisere markeder for fysisk krafthandel og forestå avregning og oppgjør. Nord Pool organiserer i dag et fysisk spotmarked (Elspot), og har utarbeidet et detaljert avtale- og regelverk for de aktørene som handler i dette markedet. Nord Pool organiserer også et finansielt marked for kraftderivater (Eltermin) som ikke er regulert. Utvalget beskriver virksomheten på Nord Pool nærmere i NOU 1999: 29 side 70-71.

Utenom Nord Pool handles kraft og kraftderivater i OTC-markedet («OTC» er en forkortelse på «Over the Counter», dvs. instrumenter som ikke er notert på børs). Avtalene inngås da mellom partene. Dette kan være individuelt utformede avtaler mellom partene, eller standardavtaler.

I Norge finnes det ikke organiserte markedsplasser for andre varederivater enn kraftderivater.

3.2 Utenlandsk rett

3.2.1 EØS-rett

Det følger av EØS-reglene som svarer til rådsdirektiv 10. mai 1993 om investeringstjenester (93/22/EØF) at foretak som yter investeringstjenester knyttet til finansielle instrumenter må oppfylle nærmere bestemte minimumsvilkår og underlegges konsesjonsplikt av hjemstaten. Slike foretak gis rett til å etablere seg eller yte tjenester innen hele EØS-området på grunnlag av sin hjemlandskonsesjon, uten å måtte søke om konsesjon i vertslandet. Direktivet gjelder imidlertid ikke investeringstjenester som ytes i tilknytning til varederivater. Medlemslandene står derfor fritt i forhold til direktivet til å velge hvorvidt og i hvilken grad slik virksomhet bør reguleres. Dersom et medlemsland velger å underlegge slik virksomhet konsesjonsplikt, vil konsesjonen bare ha rettsvirkninger innen det aktuelle landet. Disse reglene er imidlertid til vurdering i EU-kommisjonen, og det er mulig det vil fremmes endringsforslag i tilknytning til handel i varederivater, jf. nærmere omtale i kapittel 7.

I den grad kredittinstitusjoner (banker) og verdipapirforetak driver virksomhet i tilknytning til varederivater, vil de være underlagt særskilte kapitaldekningsregler etter EØS-regler som svarer til rådsdirektiv 93/6/EØF om investeringsforetak og kredittinstitusjoners kapitaldekningsgrad (kapitaldekningsdirektivet), sist endret ved europaparlaments- og rådsdirektiv 98/31/EF.

3.2.2 Andre land

I Danmark er varederivater regulert som finansielle instrumenter i lov om værdipapirhandel § 2 stk. 1 nr. 9. Bestemmelsen omfatter alle varederivatkontrakter med finansielt oppgjør. Om en kontrakt det kan foretas fysisk levering etter omfattes av loven, beror på om kontrakten reelt anses som en ren leveransekontrakt eller en finansiell kontrakt.

Tilsvarende er varederivater i Sverige regulert som finansielle instrumenter i lov om handel med finansielle instrumenter. Også her vil alle kontrakter med finansielt oppgjør falle inn under loven, mens det for kontrakter med fysisk levering vil være et spørsmål om det i realiteten foreligger en finansiell kontrakt eller en leveransekontrakt.

Handel og annen tjenesteyting i varederivater som betraktes som finansielle instrumenter, er underlagt de respektive lands finansielle tilsynsmyndigheter.

I Finland faller varederivater inn under loven om standardiserte opsjoner og terminer som omfatter derivater handlet over børs. Markedet for OTC-derivater er ikke underlagt noen særskilt regulering, heller ikke når det gjelder finansielle derivater.

I Storbritannia er terminer (futures) med varer som underliggende regulert som finansielle instrumenter, forutsatt at kontrakten er inngått for investeringsformål (investment purposes). Hvorvidt det foreligger et investeringsformål vil bero på en konkret vurdering av en rekke faktorer, herunder om det skjer finansielt eller fysisk oppgjør og om kontrakten omsettes på en markeds plass. Opsjoner er bare regulert i den utstrekning kontrakten har nærmere varer som underliggende (palladium, platinum, gull eller sølv).

4 Reguleringsbehov

Utvalgets forslag

Utvalget gjør rede for den historiske utviklingen av ulike varederivatmarkeder, og legger til grunn at bruk av slike markeder medfører samfunnsøkonomiske gevinster. I den sammenheng uttales bl.a. (NOU 1999: 29 s. 50):

«Standardiseringen av derivatene åpnet for omsetning i et annenhåndsmarked, uavhengig av de opprinnelige motpartene i den fysiske handelen. Standardiseringen omfattet ikke alle kontraktene, men andelen var stor nok til at annenhåndsmarkeder ble etablert. Slik kunne risikoen innenfor vareomsetningen fordeles til de aktørene som hadde best evne og vilje til å bære risikoen, uavhengig av om de var aktører i sjølve vareproduksjonen. Med et annenhåndsmarked i tillegg til førstehåndsmarkedet hadde aktører i varemarkedet mindre risiko ved å inngå derivatkontrakter, og de kunne bruke annenhåndsmarkedet til å endre sin risikoeksponering etter behov. Det er grunn til å anta at høy aktivitet i annenhåndsmarkedet har redusert likviditetspremien, se punkt 2.2.2.4.

Det kan dermed identifiseres tre mulige kilder til samfunnsøkonomiske gevinster ved organiserte varederivatmarkeder. For det første kan varederivater lette overføring og fordeling av risiko. For det andre kan oppdeling i standardiserte andeler redusere transaksjonskostnadene. For det tredje kan et annenhåndsmarked redusere likviditetspremien.»

På bakgrunn av forutsetningen om at bruk av varederivatmarkeder medfører samfunnsøkonomiske gevinster, går utvalget nærmere inn på forhold som kan tilsa regulering av slike markeder. Etter utvalgets syn tilsier hensynet til et effektivt marked at det innføres regulering av varederivatmarkeder. Det uttales i den sammenheng (NOU 1999: 29 s. 52):

«Effektiviteten er avhengig av tilstrekkelig konkurranse, og det kan være behov for å forhindre at aktører utnytter markedsrett. Privat og eksklusiv informasjon har verdi, og verdien forringes eller forsvinner ved offentliggjøring. Det kan gi aktører et insentiv til å holde privat informasjon for seg sjøl. Det å sikre at informasjon blir offentliggjort kan være et reguleringsmotiv.»

Videre finner utvalget at hensynet til å skape tillit tilsier regulering, og det uttales bl.a. (NOU 1999: 29 s. 52):

«Det kan være behov for regulering for å sikre tilliten til markedet fordi tillit er nødvendig for at markedet skal fungere effektivt. En eventuell regulering bør sikre mellommannens upartiskhet, markeds plassens gjennomsiktighet og sikkerheten i oppgjøret.»

Et viktig spørsmål er om forholdet til det underliggende varemarkedet tilsier regulering. Utvalget finner at dette ikke er tilfelle, og uttaler (NOU 1999: 29 s. 53):

«Det er ikke mulig å vise generelt at sammenhengen mellom derivatmarkedet og det underliggende markedet krever særskilt regulering. Det er heller ikke mulig å vise det motsatte generelt, altså at sammen-

hengen ikke krever særskilt regulering. Utvalget antar at det må påvises et konkret reguleringsbehov ut fra en erfart markedssituasjon før eventuelt regulering på denne bakgrunn kan foreslås. Utvalget kan ikke se at et slikt behov foreligger.»

Utvalget finner heller ikke at hensynet til finansiell stabilitet tilsier regulering, og uttaler (NOU 1999: 29 s. 53):

«Utvalget har ikke indikasjoner på at aktører i det norske varederivatmarkedet har posisjoner i finansielle markeder som er av en slik art at sammenbrudd initiert fra varederivatmarkedet, vil kunne utløse ei krise i det finansielle system. Enkelte kredittinstitusjoner og verdipapirforetak utfører mellommannsvirksomhet i begge markeder, men hittil har virksomheten i varederivatmarkedene så langt utvalget kjenner til vært relativt beskjedne. Disse institusjonene vil dessuten måtte stille kapitaldekning for sin handel i varederivater som følge av en endring i EUs kapitaldekningsdirektiv (CAD), se punkt 5.4.4.1. I Norge har finansmarkedene og varederivatmarkedet i dag separate markedsplasser og clearingsentraler. Oppgjøret for kraftderivater og finansielle derivater er del av samme oppgjør i Norges Bank, men utvalget har ikke indikasjoner på at dette utgjør noen risiko for den finansielle stabiliteten, slik begrepet er definert av Banklovkommisjonen. Det er for øvrig blitt opplyst til utvalget at britiske reguleringsmyndigheter ikke anser finansiell stabilitet som et tungtveiende reguleringsmotiv for sine varederivatmarkeder som er Europas største varederivatmarkeder.»

Videre vurderer utvalget i hvilken grad beskyttelse av investorer tilsier regulering av varederivatmarkedet. Utvalget finner at dette generelt ikke er tilfellet, og oppsummerer sin vurdering slik (NOU 1999: 29 s. 54-55):

«Markedsplasser og mellommenn i varederivatmarkedene og de finansielle markedene har mange likhetstrekk, men investorenes motiver og funksjoner er forskjellig. Varederivatmarkedenes investorer er for en stor del aktører fra det underliggende varemarkedet, som bruker varederivatmarkedet til sikring og spekulasjon. Det er grunn til å forvente at disse investorene vanligvis har en god evne til å bedømme risikoen i varederivatmarkedene. Rent generelt vil det ikke være et særskilt behov for å regulere varederivatmarkedet for å sikre ikke-profesjonelle investorer. Likevel har kompleksiteten i varederivatmarkedet mange likhetstrekk med finansielle markeder, og det kan være nyttig med retningslinjer som sikrer at interessekonflikter i mellommannsvirksomhet blir håndtert på en god måte.»

Utvalget går nærmere gjennom reguleringsbehovet for de ulike markedsfunksjonene i et varederivatmarked. Det vises til nærmere omtale i kapittel 6 (om handelsregler), kapittel 7 (om mellommenn), kapittel 8 (om markedsplassregulering) og kapittel 9 (om oppgjør, registrering og motregning).

Høringsinstansenes merknader

Norges Bank slutter seg til utvalgets vurdering av at det er viktig å ivareta hensynet til sikker og ordnet handel i varederivatmarkedet. *Norges Bank* er enig med utvalget i at kundebeskyttelse og hensynet til finansiell stabilitet i seg selv ikke gir tilstrekkelig grunnlag for å regulere handel i varederivater.

Videre støtter *Olje- og energidepartementet (OED)* i hovedsak utvalgets vurdering av reguleringsbehovet. Det vises bl.a. til at regulering av aktørene i markedet «... vil sikre at aktørene opptrer seriøst og har den nødvendige kompetanse og sikkerhet i forhold til den risiko som tas». OED påpeker imidlertid at det er reguleringsmyndighetene for finansiell handel som har det endelige ansvaret for å vurdere reguleringsbehovet.

Næringslivets hovedorganisasjon (NHO) legger vekt på at regelverket bør være forutsigbart og gi «de samme rammevilkår som de som finnes på utenlandske markedsplasser».

Bergen Energi støtter også utvalgets forslag om regulering basert på verdipapirhandelloven, forutsatt at en regulering «gjennomføres innen hensiktsmessige rammer».

Skandinavisk Kraftmegling legger til grunn at det norske kraftmarkedet er det mest likvide og effektive kraftmarkedet i verden. Det uttales i den forbindelse:

«Dette skyldes bl.a. at markedet er organisert med et stort antall aktører, det er lave kostnader og barrierer for deltakelse i markedet og det er konkurranse i alle ledd. Utgangspunktet for en endring i lovreguleringen av det norske kraftmarkedet må være at det ikke innføres rammebetingelser som er til hinder for et effektivt fungerende kraftmarked.

Skandinavisk Kraftmegling AS har aktivitet innen kraftmegling og tilknyttet virksomhet i 7 land og i en rekke av disse landene er det under innføring en eller annen form for godkjenningsordninger av aktører i markedet. Vi vil derfor peke på den sentrale betydningen av at en endring i de lovmessige rammebetingelser i Norge må ses i direkte sammenheng med utviklingen av tilsvarende rammebetingelser i andre land.»

Svenska Kraftverksföreningen og *Sveriges Elleverantörer* fremhever også hensiktsmessigheten av nordisk rettsenhet på området, og uttaler:

«Det är enligt föreningarnas mening viktigt - mot bakgrund av att marknaden idag omfattar hela Norden - att vilkoren för aktörerna och för handeln i de olika länderna harmoniseras så långt det är möjligt. Ett mål bör vara att lagstiftningen i de olika länderna anpassas så att de faktiska villkoren blir i princip lika över hela marknaden. Samtidigt måste marknads utveckling beaktas genom vidsynta eller lättanpassbara lagstiftningar.»

Norges Fondsmeglerforbund mener det er et tankekors at utviklingen av et varederivatmarked i Norge har utviklet seg på en tilfredsstillende måte, uten at det har foreligget en slik regulering som utvalget foreslår. Det uttales videre:

«Utvalget har fremholdt at det kan være behov for regulering for å sikre tilliten til markedet fordi tillit er nødvendig for at markedet skal fungere effektivt. Vi tror ikke at tillit uten videre og alene kan oppnås gjennom en offentlig regulering. I denne sammenheng vil vi bemerke at tilliten til det norske kraftderivatmarkedet synes å være rimelig god - og denne gode tillit har markedet fått uten at det har foreligget noen særlig form for offentligrettslig regulering av f.eks. mellommannsfunksjonen og clearingfunksjonen. Det samme kan også sies med hensyn til det anførte argument om effektiviteten i markedet. Utvalget har anført at effektiviteten er avhengig av tilstrekkelig konkurranse og at det

derfor kan være behov for å forhindre at aktører utnytter markeds-
makt - noe som igjen taler for offentligrettslig regulering. Så vidt vi kan
se har vi frem til nå ikke sett at en slik utvikling har skjedd. Vi kan hel-
ler ikke se at det har vært andre forhold i Norge som isolert tilsier en
offentligrettslig regulering. Utvalget har selv, i utredningens kapittel 5,
redegjort for en rekke hensyn for og mot regulering og vi er av den
oppfatning at en rekke av de forhold som det er redegjort for - og de
konklusjoner som trekkes - taler for at behovet for offentligrettslig re-
gulering ikke uten videre kan sies å være tilstede.

Forbundet er således tilbøyelig til å være enig med utvalgets min-
dretall på dette punkt og vi vil særlig understreke at selv om man kan
konstatere et samfunnsmessig reguleringsbehov er det ikke uten vide-
re gitt at dette behovet vil gjelde alle funksjoner i verdikjeden og det er
heller ikke gitt at reguleringsbehovet best dekkes gjennom en offent-
ligrettslig regulering ved lov og forskrift». Ingen andre høringsinstan-
ser har generelle merknader til utvalgets vurdering av
reguleringsbehovet.»

Departementets vurdering

Departementet viser innledningsvis til at det ikke foreligger noen internasjonale forpliktelser som tilsier regulering av varederivater. Det faktiske reguleringsbehovet bør derfor vurderes på konkret grunnlag.

Departementet slutter seg i hovedsak til utvalgets vurdering av reguleringsbehovet. Tradisjonelt er offentlig regulering av verdipapirmarkedet begrunnet i dets samfunnsmessige funksjon som kapitalkilde, jf. nærmere i NOU 1996: 2. Markedet bidrar til kapitaloppbyggingen i samfunnet, og til at kapitalen kanaliseres dit den kaster mest av seg. Det offentlige har således en interesse i å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i slike markeder, se vphl. § 1-1. Varederivatmarkeder har i motsetning til de tradisjonelle finansmarkeder ingen direkte rolle som finansiell kapitalkilde. Bruk av slike markeder har imidlertid andre samfunnsøkonomiske funksjoner, bl.a. ved å legge til rette for en hensiktsmessig overføring og fordeling av finansiell risiko, reduserte transaksjonskostnader og redusert likviditetspremie, se tilsvarende i NOU 1999: 29 s. 50-51. Departementet anser det derfor å være en offentlig oppgave å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i slike markeder. Dette vil kunne bidra til en samfunnsøkonomisk gevinst. Departementet anser det videre å være ønskelig at slik handel skal kunne foretas i Norge. Offentlig regulering bør derfor utformes med tanke på å legge til rette for opprettelse og videre drift av norske varederivatmarkeder.

Et «marked» kan deles opp i ulike funksjoner. Av særlig betydning er investorer, mellommenn, markeds plass og oppgjørssentral. Reguleringsbehovet bør således vurderes i forhold til hver enkelt av disse funksjonene. Det vises i den sammenheng til drøftelser under kapittel 6 (om handelsregler), kapittel 7 (om mellommenn), kapittel 8 (om markeds plassregulering) og kapittel 9 (om oppgjør, registrering og motregning). Det sentrale vurderings-temaet i forhold til de enkelte markedsfunksjonene vil i samsvar med det ovennevnte være hvorvidt offentlig regulering vil bidra til å øke effektiviteten i markedet. I tillegg vil det måtte tas hensyn til målsettingen om å legge til rette for opprettelse av slike markeder i Norge. I likhet med utvalget, vil imidlertid departementet understreke at det er viktige ulikheter mellom verdipapirmar-

kedet og varederivatmarkeder. For det første bør neppe investorbeskyttelse tillegges særlig stor vekt ved vurderingen av behovet for og utforming av regler for varederivatmarkeder, tatt i betraktning de aktuelle investorers profesjonalitet. Videre vil hensynet til finansiell stabilitet generelt ha mindre betydning ved regulering av varederivatmarkeder enn ved regulering av verdipapirmarkedet, jf. tilsvarende i NOU 1999: 29 s. 53. Slike ulikheter tilsier at løsningene som er valgt for å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i verdipapirmarkedet, ikke nødvendigvis bør legges til grunn for å oppnå de samme mål i varederivatmarkedene. Det vises til drøftelser under de ulike markedsfunksjonene.

5 Generelt om reguleringsform

Utvalgets forslag

Utvalget drøfter hvorvidt varederivater bør reguleres samlet i verdipapirhandelloven, eller i tilknytning til eventuell særlovgivning som regulerer den underliggende vare. Utvalget finner at varederivater bør reguleres i verdipapirhandelloven, og uttaler (NOU 1999: 29 s. 85-86):

«Fordelen med regulering i spesiallov kan være at det er større muligheter for å finne tilfredsstillende løsninger tilpasset de enkelte varederivater enn om ei regulering skjer i en felles lov. For å unngå et unødig fragmentarisk og uoversiktlig regelverk kan det likevel være hensiktsmessig at ei regulering i størst mulig grad skjer samlet med like regler for tilnærmet like forhold, og ikke i spesiallovgivning i forhold til hva som er underliggende for derivatet. Etter utvalgets oppfatning er det verdipapirhandelloven som i dag mest hensiktsmessig kan regulere varederivater og andre derivater samlet. En samlet regulering vil da legge til rette for et mer oversiktlig regelverk knyttet til investerings-tjenester som tilbys i Norge. Spesielt i forhold til regulering av tjenestene mellommann yter overfor investor er det grunn til å framheve behovet for at reglene gjøres generelle. På internasjonal basis noteres det flere hundre varederivatkontrakter knyttet til et stort antall underliggende varer. I prinsippet vil en kunne tenke seg at det ble ytt mellommannstjenester over børs eller i otc-markedet i Norge i tilknytning til alle disse underliggende varene. Det store antallet derivatkontrakter kan således tilsi en generell regulering av handel i varederivater.

Den norske verdipapirhandelloven ivaretar i praksis mange av de samme hensyn som blant annet omtales i Tokyo-erklæringa. Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, og ivaretar også i vesentlig grad de reguleringsmessige hensyn som utvalget har påpekt gjør seg gjeldende innenfor handel med varederivater, herunder for handel med derivater med elektrisk kraft som underliggende. Dette gjelder blant annet beskyttelse av aktører mot markedsmisbruk gjennom atferdsregler, regulering av mellommannsvirksomhet, clearing og markedsplass, tilsyn med marked og aktører, og hjemler for å gripe inn mot uønsket atferd.

Verdipapirhandelloven er utviklet over tid, og ivaretar ulike behov som er oppstått i takt med utviklingen i markedene. Gjeldende verdipapirhandellov trådte i kraft 1. desember 1997. Det synes lite hensiktsmessig allerede nå å skulle utvikle et nytt regelsett for en type derivater som har vesentlige likhetstrekk med de derivater som reguleres i verdipapirhandelloven. Verdipapirhandelloven med tilhørende regelverk er også kjent i finanssektoren og offentlige organer som driver tilsyn eller regelutforming, og det har utviklet seg praksis knyttet til bestemmelsene.

Med henblikk på den virksomhet som utøves i det felles-nordiske kraftmarkedet, kan også hensynet til nordisk rettsenhet være et moment for at varederivater reguleres i verdipapirhandelloven. Det må også tas hensyn til at reguleringa av varederivater i andre aktuelle land som er kjent for utvalget, også i det vesentlige har lik regulering for varederivater og andre derivater. Arbeidet som pågår i regi av enkelte europeiske land vil på sikt kunne resultere i ei regulering som innebærer at varederivater omfattes av definisjonen av finansielle instrumenter i

ISD. Den siste endringen i EUs kapitaldekningsdirektiv på bakgrunn av Basel-komiteens anbefalinger (CAD II. [endringsdirektiv 98/31/EF]) viser at utviklingen internasjonalt går i retning av at varederivater behandles tilnærmet likt med finansielle instrumenter. Videre vises det til Tokyo-erklæringas intensjoner om å legge til rette for internasjonale standarder for regulering og tilsyn med varederivatmarkedene.

Etter en samlet vurdering av reguleringsbehovet, internasjonale anbefalinger, regulering i andre land og retts tekniske hensyn, er det etter utvalgets oppfatning naturlig å ta utgangspunkt i at reguleringa av varederivater i Norge skal skje med visse tilpasninger i verdipapirhandelloven.»

Utvalget foreslår at varederivater defineres som finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd. Et flertall i utvalget mener at definisjonen bør omfatte varederivater med nærmere angitte egenskaper, uavhengig av hva som er derivatets underliggende. Det uttales i den sammenheng (NOU 1999: 29 s. 62):

«Utvalget vurderer det som mest hensiktsmessig med en generell regulering av virksomhet med varederivater uavhengig av hva som er den underliggende varen. Det vises til at definisjonen av hva som er et «varederivat» i lovens forstand er forholdsvis snever, jf nærmere underpunkt 7.2.2. Det kreves blant annet at det aktuelle derivatet er «omsettelig» etter sin art, noe som normalt bare vil være tilfelle for derivater som er gjenstand for en viss omsetning i utgangspunktet. Slike omsettelige varederivater vil normalt benyttes som ledd i finansielle investeringer, og ikke for eksempel for å sikre levering av den underliggende varen. Utvalget mener at de samfunnsøkonomiske gevinster knyttet til regulering av handel i omsettelige varederivater som benyttes til finansielle investeringer, vil kunne være tilsvarende uavhengig av hva som er den underliggende varen. Videre viser utvalget til at det internasjonalt finnes flere hundre ulike varederivater som det i framtida vil kunne være aktuelt å handle i Norge. Det vil føre til en lite oversiktlig situasjon, både for aktører og myndigheter, dersom tilsynsmyndighetene må vurdere reguleringsbehovet for hver enkelt derivatkontrakt. En positiv angivelse av de varederivatene reguleringa skal gjelde for, vil også kunne åpne for omgåelse av regelverket ved å knytte derivatkontraktene til andre varer eller vareindekser enn de som er positivt angitt.»

Et mindretall i utvalget mener det i loven burde inntas en positiv (kasuistisk) oppregning av hvilke varederivater som bør omfattes av definisjonen. Dette anses nødvendig for å unngå at reguleringen favner videre enn det reguleringsbehovet tilsier, og det uttales i tilknytning til drøftelsen av mellommannsreguleringen (NOU 1999: 29 s. 88-89):

«Dette medlemmet mener at de relevante begrunnelser for eller mot offentlig regulering av mellommennene bør søkes i en analyse av hvordan mellommennene fungerer i det enkelte varederivatmarked isolert sett. Med andre ord bør det foretas en vurdering av om mellommannsfunksjonen fungerer lite tilfredsstillende, for eksempel fordi det er en omfattende sammenblanding av roller eller misbruk av informasjon. Det bør også vurderes om det foreligger spesielle behov for kundebeskyttelse, om det er knyttet systemrisiko til handelen, og om offentlig regulering vil fremme tilliten til mellommennene. Videre bør begrunnelsen for offentlig lovregulering søkes i om det enkelte mar-

ked i en større samfunnsmessig sammenheng har en slik betydning at regulering er ønskelig. Selv etter å ha påvist et samfunnsmessig reguleringsbehov, gjenstår det å avklare i hvilken utstrekning det er hensiktsmessig å foreta reguleringsmessige inngrep. I denne forbindelse bør det vurderes om det er tilstrekkelig med markeds plassregulering og generell adferdsregulering, eller om man bør gå så langt at også mellommannsfunksjonene spesifikt reguleres.

Konsekvensen av utvalgets forslag om å utvide verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instrumenter til å omfatte varederivater generelt er at alle foretak som yter investeringstjenester med varederivater vil bli underlagt lovens bestemmelser om konsesjonsplikt. (Se utvalgets forslag til nytt § 1-2 andre ledd nr. 8 og siste ledd, jf gjeldende bestemmelse i § 7-1.) Det etableres således et konsesjonspliktregime som det i dag ikke er mulig å overskue konsekvensene av. Dette medlemmet foreslår at det isteden inntas en kasuistisk oppregning av hvilke varederivater som skal omfattes av verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instrumenter.»

Uavhengig av diskusjonen om derivatets underliggende vare eller tjeneste, drøfter utvalget den nærmere avgrensningen av hvilke varederivater som skal regnes som finansielle instrumenter. Utvalget foreslår at «omsettelige termin- eller opsjonskontrakter med kontant eller fysisk oppgjør knyttet til varer eller tjenester» skal regnes som finansielle instrumenter. Derivatets «omsettelighet» blir således et viktig avgrenskningskriterium etter utvalgets forslag. Utvalget gjør nærmere rede for momenter som anses sentrale ved avgjørelsen av om det foreligger et omsettelig derivat, og uttaler (NOU 1999: 29 s. 87-88):

«Etter utvalgets syn vil kontrakter som benyttes til finansielle investeringer være å anse som kontrakter som er omsettelige etter sin art. På den annen side vil kontrakter som benyttes i fysisk leveransehandel ikke omfattes. Leveransehandel kan for eksempel være avtale om fysisk levering av den underliggende vare til en sluttbruker. Det kan nevnes at et liknende skille mellom finansiell handel og leveransehandel synes å være lagt til grunn i tilsvarende regulering i Sverige, Danmark og Storbritannia.

Skillet mellom kontrakter som benyttes til finansielle investeringer og kontrakter som benyttes til leveransehandel kan i praksis være vanskelig å angi. Et moment vil etter utvalgets syn være om kontrakten gir adgang til fysisk levering eller ikke. Kontrakter med kontant avregning vil typisk kunne anses å være varederivater som etter sin art er omsettelige, mens kontrakter hvor begge parter ønsker fysisk levering neppe vil anses å være omsettelige. Skillet mellom fysisk levering og kontant oppgjør kan imidlertid ikke i seg sjøl være avgjørende, jf ovenfor om dette skillet.

Et annet moment vil være om kontrakten benyttes for å avdekke et leveransebehov. Dersom ingen av partene har et slikt behov, vil kontrakten normalt anses å være inngått som ledd i en finansiell investering (det vil si være omsettelig etter sin art). Det samme gjelder kontrakter som benyttes i finansiell sikring av framtidige leveringsforpliktelse i den underliggende vare.

Videre vil kontrakter som omsettes på en regulert markeds plass normalt anses å være omsettelige etter sin art. Dette gjelder særlig for kontrakter som gjøres opp gjennom en clearingsentral.

Kontraktens utforming vil også være av betydning ved vurderingen av dens omsettelighet. En standardisert kontrakt vil lettere anses å være omsettelig enn kontrakter med spesielle tilpasninger mellom

partene. På den annen side kan også individuelle kontrakter anses å være omsettelige, dersom kontrakten for eksempel i det vesentligste inneholder vilkår som typisk finnes i finansielle kontrakter.

Ovennevnte momenter vil etter utvalgets syn kunne være retningsgivende ved tolkingen av hvilke varederivater som skal anses som finansielle instrumenter. Opplistingen kan imidlertid ikke anses å være uttømmende.»

Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har innvendinger mot at handel i varederivater reguleres i verdipapirhandelloven og at visse varederivater defineres som finansielle instrumenter. Det er imidlertid uenighet om hvilke varederivater som bør defineres som finansielle instrumenter. Uenigheten er dels knyttet til hvordan derivatets underliggende bør angis, og dels til hvilke egenskaper derivatet som sådan bør ha for å regnes som et finansielt instrument.

Norges Bankstøtter flertallets forslag om at det inntas en generell definisjon av varederivater, og finner at en positiv angivelse av regulerte derivaters underliggende er lite hensiktsmessig. Det uttales i den sammenheng:

«Gitt at man legger seg på utvalgets forslag om at reguleringen av varederivater begrenses til omsettelige varederivatkontrakter, jf utvalgets drøfting og utkast til verdipapirhandelloven § 1-2 nytt siste ledd, vil det etter Norges Banks syn være forsvarlig og praktisk med en tilsvarende lovregulering som for andre finansielle instrumenter. Dette gir også fordelene ved en mer fleksibel lov enn en kasuistisk opplisting.»

Nærings- og handelsdepartementet (NHD) støtter også flertallets forslag om en generell definisjon av omsettelige varederivater. NHD antar at mindretallets forslag om en kasuistisk oppregning av underliggende vil kunne skape «... vanskelige avgrensningsspørsmål mellom kontrakter som omfattes og kontrakter som ikke omfattes». *Nordisk Krafthandlarförning* gir uttrykk for tilsvarende synspunkter, og viser særlig til at produkttilbudet vil komme til å øke i fremtiden. Emisjonsretter og værderivater nevnes som eksempler på fremtidige produkter.

Olje- og energidepartementet (OED) synes å støtte en generell definisjon av varederivater uavhengig av derivatets underliggende. For så vidt angår omsettelighetskriteriet, uttaler OED følgende:

«Departementet presiserer at kravet om omsettelighet antas å være tilstrekkelig til å sikre at avtaler om leveranser av kraft til sluttbruker ikke blir å betrakte som varederivater. Dette er kontrakter som er inngått for å dekke et faktisk leveransebehov, og er etter departementets vurderinger å anse som bilaterale avtaler mellom kunde og forhandler som ikke kan videreselges.

Departementet understreker viktigheten av at denne type kontrakter ikke blir definert som varederivater. Dette vil i så fall medføre at fysiske kontrakter i seg selv vil bli definert som et varederivat. Dette vil kunne innebære store utilsiktede virkninger. En forutsetning for eksistensen av et varederivat er at det finnes et underliggende fysisk marked med kontrakter som ikke er definert som varederivater.»

Norges vassdrags- og energidirektorat viser til at den foreslåtte definisjonen av omsettelige varederivater normalt ikke vil omfatte handel med fysisk levering. I den forbindelse uttales:

«Når det gjelder handelen som foregår på Nord Pool vil den enten skje i spotmarkedet for fysisk levering av kraft eller i terminmarkedet med finansielt oppgjør. For omsetning via Nord Pool vil det ikke være vanskelig å skille mellom typene handel. En handel foretatt på Nord Pool vil derfor enten være av fysisk eller finansiell type, men aldri begge deler.

Energiloven regulerer all handel med fysisk levering gjennom omsetningskonsesjonsordningen. Det vil ikke være hensiktsmessig at samme handel reguleres av både energilovgivningen og verdipapirlov-givningen. En langsiktig fysisk kraftleveringsavtale vil kunne ha den samme prissikringseffekten som en finansiell avtale og derfor kunne oppfattes som en handel med et derivat.

Etter NVEs syn bør likevel en slik handel ikke forstås som et finansielt instrument med den konsekvens at handelen heller ikke omfattes av verdipapirhandelloven (VPHL). NVE tiltrer derfor en definisjon av finansielle instrumenter som ikke omfatter kontrakter der det vesentlige er å dekke et reelt fremtidig behov for fysisk leveranse.

Selv om en i utgangspunktet kan sette et klart skille i det organiserte kraftderivatmarkedet på Nord Pool, vil det oppstå grensetilfeller. Det kan for eksempel inngås bilaterale avtaler utenfor Nord Pool der fysisk eller finansielt oppgjør først velges ved forfallsdagen. I så fall må de involverte partene sikre seg nødvendige konsesjoner etter begge regelsettene som skal regulere henholdsvis det fysiske og det finansielle markedet.»

På den annen side støtter *Kredittilsynet* mindretallets forslag om at det i forskrift foretas en kasuistisk oppregning av hvilke varederivater som skal omfattes av definisjonen. Det vises til at offentligrettslig regulering av varederivater må vurderes konkret i forhold til de enkelte varederivatmarkeder, og separat for de ulike aktørene i disse markedene. Kredittilsynet legger videre vekt på at regulering bør fremme forutberegnlighet for aktører og tilsynsmyndigheter. Det foreslås at loven positivt angir hvilke varederivater som omfattes av definisjonen, og at det gis en forskriftshjemmel til å fastsette at loven helt eller delvis skal gjelde for andre varederivater. Kredittilsynet legger til grunn at det av eksisterende varederivater bare er kraftderivater som bør reguleres. Forsåvidt gjelder den nærmere avgrensningen av regulerte kraftderivater, slutter *Kredittilsynet* seg til utvalgets forslag om å knytte definisjonen til derivatets omsettelighet, for å unngå at enhver derivatkontakt som inngås omfattes av lovregulering. Kredittilsynet foreslår imidlertid visse presiseringer av begrepet, og uttaler:

«Kredittilsynet er enig med Utvalget i at den offentligrettslige reguleringen ikke bør gjelde for enhver derivatkontrakt som inngås. Det bør således foretas en avgrensning slik at man først og fremst fanger opp derivater som omsettes på regulerte markedsplasser. I tillegg bør man fange opp otc-kontrakter som inneholder vilkår som tilsvarer kontrakter som omsettes på regulerte markedsplasser, for å unngå faren for omgåelse av regelverket ved å handle utenfor regulert markedsplass. Samtidig vil Kredittilsynet peke på behovet for at avgrensningen er entydig og klar, og således mulig å forutsi og forholde seg til for aktørene. Kredittilsynet antar at begrepet *omsettelige* (kraft- eller

derivatkontrakter vil kunne egne seg som avgrensningskriterium. Kredittilsynet mener begrepet bør avgrenses til å omfatte:

- derivatkontrakter som omsettes på regulerte markedsplasser, og
- derivatkontrakter som for øvrig er beregnet på alminnelig omsetning.

Denne avgrensningen bør presiseres i lovforarbeidene. Terskelen for hvilke derivatkontrakter som er «beregnet på alminnelig omsetning» må vurderes konkret, og åpner for at det utøves et skjønn. Det bemerkes at det samme avgrensningskriteriet ble brukt i verdipapirhandelloven av 1985 § 1 første ledd bokstav e, f og g. Sentrale momenter vil være hvorvidt kontraktens vilkår har som konsekvens at den oppfattes som *standardisert på lik linje med noterte kontrakter. Det vil særlig være tidsperioden og pris- og oppgjørmekanismen i kontrakten som vil være avgjørende. Det må videre vurderes om kontrakten er egnet for omsetning, og at det eksisterer en mulighet for omsetning, dvs. at forutsetningene for annenhåndsomsetning generelt sett er til stede i markedet.*»

Energiforsyningens fellesorganisasjon (Enfo) legger til grunn at kraft vil anses å være en «vare» i forhold til utvalgets forslag, selv om dette er uklart i lovgivningen for øvrig. Enfo viser videre til at det trolig vil komme flere nye derivatprodukter, og at det derfor er viktig å klargjøre slike derivaters rettslige posisjon. Enfo anser i den forbindelse at en positiv angivelse av regulerte derivater i lov eller forskrift er mest hensiktsmessig, og gir visse eksempler på derivater som bør omfattes.

Enron mener den foreslåtte definisjonen av varederivater er uklar og gir opphav til flere spørsmål. Enron reiser spørsmål ved om begrepet «varer og tjenester» omfatter indekser. Det reises også spørsmål ved om kraft og andre energiderivater kan anses som en «vare», og om bytteavtaler (swapper) vil omfattes av definisjonen. Enron finner for øvrig ikke at de tolkingsmomenter utvalget gjør rede for, gir noen god veiledning til hvorvidt ulike derivater er omsettelige etter sin art. *Statkraft* gir uttrykk for tilsvarende synspunkter. *Svenska Kraftverksföreningen* og *Sveriges Elleverantörer* mener også de foreslåtte tolkingsmomentene er uklare. Det foreslås derfor at det inntas en liste i loven over varederivater som bør omfattes av reguleringen. Det foreslås imidlertid ikke at denne listen skal være begrenset til kraftderivater, men at bl.a. «miljøderivater» (med tillatelse til utslipp av ulike klimagasser som underliggende), værderivater og naturgassderivater også omfattes av en slik definisjon.

Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at regulering av varederivater i størst mulig grad bør skje samlet, og ikke i tilknytning til eventuell lovgivning knyttet til den underliggende vare. Verdipapirhandelloven synes å være eneste hensiktsmessige hjemmelsgrunnlag til en slik samlet regulering. Det vises for øvrig til utvalgets begrunnelse som departementet i det vesentligste slutter seg til.

Utvalget foreslår å definere visse varederivater som «finansielle instrumenter» i vphl. § 1-2 annet ledd. Departementet finner en slik reguleringsform hensiktsmessig, i det begrepet «finansielle instrumenter» er et sentralt kob-

lingsord i regelverket som regulerer de ulike markedsfunksjonene. Begrepet har rettsvirkninger i forhold til generelle markedsregler, regulering av mellommannsfunksjonen, regulering av markeds plasser og regulering av oppgjør, registrering og netting. Det må imidlertid understrekes at slike rettsvirkninger ikke automatisk bør utløses ved handel i varederivater. Som nevnt overfor, er det ulike hensyn som gjør seg gjeldende ved regulering av verdipapirmarkedet og varederivatmarkeder. Slike ulikheter bør reflekteres i regelverket for hhv. verdipapirmarkedet og varederivatmarkedet.

I det følgende vil den nærmere avgrensningen av varederivater som finansielle instrumenter drøftes nærmere. Dette reiser spørsmål i to retninger: for det første må det avklares om varederivater generelt skal omfattes av definisjonen uavhengig av hva som er det underliggende objekt, og for det andre må det avklares hvilke egenskaper derivatet som sådan må ha for å omfattes av reguleringen.

Den første problemstillingen knytter seg til hvorvidt definisjonen av regulerte varederivater bør følge direkte av loven, eller hvorvidt det bør fastsettes i forskrift at bare varederivater med nærmere angitte underliggende objekter bør omfattes. Både utvalget og høringsinstansene er delt i dette spørsmålet. Anvendelsesområdet for en lovregel kan bli angitt i regelen selv, eller ved at regelen gir administrative myndigheter kompetanse til å bestemme at visse forhold skal omfattes av regelen. Førstnevnte løsning gir aktørene et selvstendig ansvar for å vurdere hvorvidt regelen får anvendelse. Dersom myndighetene er uenige i en slik vurdering, vil spørsmålet i prinsippet avgjøres av domstolene etter en tolking av den aktuelle regelen. I en slik vurdering vil bl.a. tidligere forvaltningspraksis være relevant. Sistnevnte løsning innebærer at administrative myndigheter bestemmer regelens anvendelsesområde, og en slik avgjørelse vil i noe mindre grad kunne overprøves av domstolene.

På den ene side bør offentlig regulering i utgangspunktet begrenses til de områder hvor en faktisk kan påvise et reguleringsbehov. Reguleringsbehovet er knyttet til et effektivt derivatmarked, og det er foreløpig bare et norsk varederivatmarked for kraftderivater. Dette vil kunne tilsi at en i denne omgang begrenser reguleringen til å omfatte kraftderivater, og at eventuelt nye derivatformer vurderes konkret dersom dette skulle bli aktuelt.

På den annen side vil reguleringsformålet, å fremme effektive varederivatmarkeder, kunne eksistere uavhengig av hvilken vare som er underliggende for det aktuelle derivatet. Den samfunnsøkonomiske gevinsten knyttet til offentlig regulering kan være til stede for fremtidige varederivatmarkeder uavhengig av om det er kraft eller en annen vare eller tjeneste som er underliggende. For øvrig vises til at en har valgt generell regulering uavhengig av underliggende i andre nordiske land (Sverige, Danmark og Finland) og i Storbritannia (for så vidt angår terminer).

En slik tilnærming (dvs. generell angivelse i lov av derivatets underliggende objekt) reiser et særlig problem ved dannelsen av nye markeder. Aktørene vil i slike situasjoner ønske å få avklart hvorvidt regelverket for varederivater vil omfatte virksomhet i et slikt marked. Hensynet til forutberegnelighet kan tilsi at det spesielt bør angis om det aktuelle derivatet er omfattet eller ikke. Etter departementets syn bør imidlertid aktørene fortsatt ha det primære ansvaret for å vurdere sin egen rettssituasjon. Et slikt ansvar påhviler allerede

aktører på andre områder hvor vanskelige skjønnsspørsmål kan være involvert, f.eks. i forhold til spørsmålet om en viss type virksomhet er konsesjonspliktig finansieringsvirksomhet eller forsikringsvirksomhet. Eventuell usikkerhet kan avhjelpes ved at myndighetene gir uttrykk for sitt syn på lovtolkningen, f.eks. i form av rundskriv. Et slikt dokument vil ha begrenset rettslig relevans i en senere rettssak, men vil trolig gi en økt faktisk forutsigbarhet for aktørene i markedet. Behovet for et rundskriv eller lignende vil måtte vurderes nærmere.

Departementet slutter seg på denne bakgrunn til forslaget fra utvalgets flertall om å lovregulere hva som kan anses å være underliggende i et varederivat.

Ovennevnte løsning forutsetter en nærmere avklaring av hvordan loven bør definere derivatets underliggende objekt. Utvalget foreslår at derivater på «varer og tjenester» skal omfattes. Departementet slutter seg til dette, og anser en vid definisjon av underliggende å være hensiktsmessig, jf. ovenfor om dette. Enkelte høringsinstanser har pekt på at f.eks. kraft normalt ikke anses å være en «vare». Det samme er anført i forhold til indekser. Departementet ser på bakgrunn av forslagets ordlyd at det kan reises spørsmål ved dette. Etter departementets syn bør definisjonen fange opp underliggende formuesobjekter som er eller kan være gjenstand for omsetning, eller som er basert på verdien av slike formuesobjekter (som f.eks. indekser). Denne avgrensningen må holdes adskilt fra problemstillingen som drøftes nedenfor, som er hvorvidt derivatet selv er gjenstand for omsetning. Etter departementets syn bør således kraft og indekser på kraft omfattes av definisjonen, uavhengig av om dette tradisjonelt reguleres som en vare eller tjeneste. Videre vil for eksempel derivater basert på utslippstillatelse for miljøgasser kunne omfattes, i den grad utslippstillatelsene er gjenstand for omsetning og derivatet oppfyller nærmere vilkår, jf. nedenfor. Departementet er i tvil om ordlyden bør presisere slike forhold. Etter en helhetsvurdering finner imidlertid departementet at uttrykket «varer og tjenester» riktig tolket vil dekke de forhold som bør omfattes av begrepet. Enkelte høringsinstanser har reist spørsmål ved om værderivater vil omfattes av definisjonen. Slike kontrakter kan være knyttet til f.eks. temperaturforhold eller nedbørsmengder, og gi innehaveren rett til utbetaling dersom de i kontrakten angitte begivenheter inntreffer. Slike kontrakter avviker fra «normale» derivatkontrakter på vesentlige punkter. I «normale» derivatkontrakter er verdien av derivatet knyttet til verdiutviklingen i et underliggende formuesobjekt. Verdien av værderivater vil imidlertid være knyttet til inntreden eller fravær av ytre omstendigheter. Videre er ikke det underliggende «objekt» i et værderivat (værforhold) i seg selv gjenstand for omsetning. Samlet sett legger derfor departementet til grunn at værderivater i utgangspunktet vil falle utenfor definisjonen av varederivater som finansielle instrumenter. Dette vil imidlertid bero på en konkret vurdering av den aktuelle kontrakten. Slike kontrakter har for øvrig kjennetegn som ligger nært tradisjonelle forsikringskontrakter, uten at departementet har tatt stilling til på generelt grunnlag hvorvidt utstedelse av værderivater skal regnes som forsikringsvirksomhet eller ikke. Dette vil bero på en konkret vurdering av den aktuelle kontrakt og omstendighetene for øvrig.

Ovenfor er det vurdert hvilke varer og tjenester som kan anses å være underliggende objekter av regulerte varederivater, og hvorledes slike varer og tjenester mest hensiktsmessig kan angis i regelverket. Det må i tillegg stilles visse krav til derivatet som sådan, uavhengig av hva som er derivatets underliggende. Uten en slik avgrensning kunne definisjonen av varederivater bl.a. inkludert fastpriskontrakter på strøm som elektrisitetsverk eller andre strømleverandører har med sluttbrukere. Et så vidt virkeområde ville klart gått ut over det angitte reguleringsbehov. Departementet slutter seg i hovedsak til utvalgets forslag til avgrensning av begrepet «varederivat». Reguleringen bør begrenses til å omfatte derivatkontrakter som benyttes som finansielle investeringer, i motsetning til derivatkontrakter som benyttes som ledd i alminnelig produksjon eller annen virksomhet knyttet til den underliggende vare. Det er imidlertid vanskelig å presist angi et skille mellom finansielle varederivater som vil omfattes av definisjonen og andre derivater som ikke vil omfattes. Det sentrale er å regulere kontrakter som regelmessig omsettes i et marked, idet reguleringsbehovet nettopp er knyttet til å sikre effektiviteten i et slikt marked. På den ene side ønsker ikke departementet å knytte reguleringen til ett enkelt kjennetegn ved den aktuelle kontrakten, som f.eks. adgang til finansiell avregning. En slik tilnærming vil kunne åpne for regelverksarbitrasje, og vil ikke nødvendigvis fange opp alle situasjoner hvor det foreligger et reguleringsbehov. På den annen side vil en definisjon som utelukkende avhenger av ulike tolkingsmomenter i for liten grad sikre forutberegneligheten for aktørene i markedet. Etter departementets syn bør de to tilnæringsmåtene kombineres, ved at det opplistes visse kontrakter som i alle tilfeller vil være gjenstand for regulering. For å unngå regelverksarbitrasje, bør definisjonen i tillegg omfatte kontrakter som har nærmere angitte kjennetegn, men som ikke «automatisk» omfattes av reguleringsregimet. En slik todelt tilnærming synes å ligge bak Kredittilsynets høringsuttalelse, og er for øvrig i samsvar med reguleringsformen i Storbritannia. Dette vil til en viss grad ivareta de innvendinger enkelte høringsinstanser fremsatte mot manglende forutberegnelighet i utvalgets forslag, som utelukkende var basert på en konkret vurdering av enkelte tolkingsmomenter.

I likhet med Kredittilsynet mener departementet at kontrakter som omsettes på regulerte markedsplasser (enten autorisert markedsplass eller børs) bør omfattes uavhengig av kontraktens nærmere formål og partenes stilling. I tillegg bør derivatkontrakter i OTC-markedet som er beregnet på alminnelig omsetning omfattes. Hvorvidt en kontrakt er beregnet på alminnelig omsetning, vil bero på en konkret vurdering basert på enkelte tolkingsmomenter. I likhet med Kredittilsynet, antar departementet at kontraktens standardiseringsgrad og pris- og oppgjørsmekanismer vil være sentrale tolkingsmomenter. Standardiserte kontrakter vil lettere bli ansett å være finansielle investeringer enn individuelt utformede kontrakter. På samme måte vil kontrakter som avregnes (clears) lettere bli ansett å være investeringer enn kontrakter som ikke avregnes. Dersom kontrakten har fysisk oppgjør og dekker et faktisk leveransebehov hos en av partene, er dette derimot indikasjoner på at kontrakten ikke er en finansiell investering.

Departementet finner det imidlertid lite naturlig rent språklig å knytte definisjonen av varederivater til derivatets «omsettelighet». Etter departemen-

tets syn går en rekke av de angitte momenter ut over det som normalt er naturlig å anse som tolkingsmomenter for «omsettelighet». Dette gjelder bl.a. kontraktens sikringsformål, hvorvidt kontrakten omsettes på en markedsplass og graden av standardisering av den aktuelle kontrakten. Etter departementets syn kan det derfor være misvisende å knytte reguleringsbehovet til derivatkontraktens «omsettelighet». Som nevnt ovenfor, er det sentrale poeng å kun regulere varederivater som benyttes i finansielle investeringer. Departementet foreslår derfor at en benytter begrepet «finansielle» fremfor «omsettelige» i definisjonen av varederivater som skal anses som finansielle instrumenter.

Utvalget foreslår å angi de derivatformer som skal omfattes av definisjonen (opsjoner og terminer) av varederivater som finansielle instrumenter. Enkelte høringsinstanser har reist spørsmål ved om definisjonen også vil omfatte bytteavtaler (swapper) med varer og tjenester som underliggende. Etter departementets syn vil slike bytteavtaler kunne regnes som en serie forwardkontrakter (som er en type terminkontrakt), som uansett vil omfattes av utvalgets forslag. Det foreslås imidlertid å presisere dette i lovteksten.

Når det gjelder den nærmere avgrensning mellom et derivat og en spot-handel med utsatt oppgjør, vises til den generelle omtalen i NOU 1999: 29 s. 18-19.

6 Handelsregler

Utvalgets forslag

Utvalget viser til at handelsreglene i verdipapirhandellovens kapittel 2 i hovedsak gjelder ved handel i børsnoterte finansielle instrumenter. Utvalget foreslår at reglene bør gjelde tilsvarende ved handel i børsnoterte varederivater og varederivater notert på autoriserte markedsplasser. I likhet med det som gjelder i det finansielle markedet, foreslås at forbudet mot urimelige forretningsmetoder skal gjelde uavhengig av notering på børs eller autorisert markedsplass. Utvalget drøfter særlig forholdet til innsidehandelforbudet i vphl. § 2-1, og uttaler (NOU 1999: 29 s. 90):

«Generelt anses handelsregler nødvendig for å sikre at markedsaktørene ikke opptrer på en måte som undergraver tilliten til markedet, noe som er nødvendig for å skape et velordnet og effektivt marked. De samme hensyn gjør seg etter utvalgets syn gjeldende i varederivatmarkedet. Utvalget har ikke vurdert behovet for handelsregler (for eksempel innsidehandelregler) i de underliggende varemarkeder. Det antas at ansvarlige myndigheter for de underliggende varemarkeder vil vurdere eventuelle reguleringsbehov i disse markedene.

Det er etter utvalgets syn ikke nødvendig med tilpasninger i handelsreglene dersom det skulle opprettes en børs eller autorisert markedsplass for varederivater. Det er imidlertid enkelte særtrekk ved varederivater i forhold til andre finansielle instrumenter, som etter utvalgets syn gjør det hensiktsmessig med en gjennomgang av hvordan disse reglene eventuelt vil komme til anvendelse ved handel i varederivater.»

Utvalget understreker at innsidehandelforbudet i vphl. § 2-1 ikke er «skrevet med varederivater for øye, og at spørsmålene rundt dette ikke er klare i alle sammenhenger». Utvalget går derfor nærmere inn på hvorledes innsidebestemmelsene i vphl. § 2-1 ville kunne få anvendelse ved handel i varederivater. Det drøftes bl.a. hva som kan utgjøre innsideinformasjon i relasjon til varederivater, og hva som kan utgjøre «misbruk» av slik informasjon. Det vises til nærmere omtale i NOU 1999: 29 s. 90-92.

Utvalgets mindretall er i tvil om vphl. § 2-1 bør få direkte anvendelse ved handel i børsnoterte varederivater, og det etterlyses bl.a. en mer konkret angivelse av hva som vil kunne anses som innsideinformasjon. Mindretallet synes imidlertid å konkludere med at vphl. § 2-1 i prinsippet bør få anvendelse, men at spørsmålet bør utredes nærmere før man fremmer forslag om dette. Det vises til nærmere omtale i NOU 1999: 29 s. 92-93.

Høringsinstansenes merknader

Norges vassdrags- og energidirektorat (NVE) går i sin høringsuttalelse nærmere inn på hva som kan utgjøre innsideinformasjon i det finansielle kraftmarkedet. Det vises bl.a. til at forhold som påvirker systemprisen i det underliggende kraftmarkedet vil kunne anses som innsideinformasjon i det finansielle markedet. NVE uttaler bl.a.:

«Systemprisen beregnes utfra innmeldt tilbud og etterspørsel i hele elbørsområdet basert på forutsetning om at det ikke er overføringsbegrensninger i sentralnettet. Tilbudssiden påvirkes bl.a. av produksjonskapasitet, nedbør, tilsig, vann- og snømagasiner. Etterspørselssiden påvirkes av generell forbruksutvikling, priselastisitet og klima/temperatur. I tillegg vil overføringskapasitet og handel med land utenfor området til Nord Pool ha betydning.

Markedet er i dag preget av profesjonelle aktører som har tilgang til relevant informasjon. Markedsanalytikere har utviklet ulike modeller for prisprognoser hvor en bl.a. bruker data om magasinifilling, nedbør, forbruksutvikling, produksjons- og overføringskapasiteter.»

NVE går nærmere gjennom ulike typer opplysninger som påvirker etterspørsel og tilbud etter kraft, og redegjør for hvorledes slike opplysninger meddeles markedet. Avslutningsvis uttaler NVE:

«NVE ser at det kan være gode grunner til å ha et innsidereguleringssystem for regulering av kraftderivatmarkedet. I den anledning er det et poeng at avdekking av misbruk av opplysninger vil være knyttet til systemprisdannelsen i det fysiske kraftmarkedet ettersom den er referanseprisen i det finansielle markedet. Det kan være grunn til å definere nærmere hvilke rutiner/prosedyrer som skal benyttes og harmonisere dette med Nord Pools informasjonsplikt som følger av selskapets omsetningskonsesjon. Det må legges vekt på vesentlighet. Unyanserte innsideregler kan føre til den urimelige konsekvens at produsenter ikke kan bruke det finansielle markedet til sikring.»

Olje-og energidepartementet (OED) støtter utvalgets forslag om at vphl. § 2-1 om innsidehandel bør gjelde ved handel i børsnoterte varederivater. OED viser for øvrig til NVEs høringsuttalelse. Videre støtter *Nærings-og handelsdepartementet, Norges Fondsmeglerforbund, Norsk Oppgjørssentral, Styrelsen Nordisk Krafthandlarforening, Enron og Norges Bank* utvalgets forslag om å la de generelle handelsregler få anvendelse ved handel i børsnoterte varederivater. *Nord Pool* støtter utvalgets forslag, men påpeker at det er behov for en avklaring av hva som er innsideinformasjon i varederivater. Det vises til at Nord Pool arbeider med å utarbeide etiske retningslinjer omkring informasjonsplikt og innsidehandel.

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag til regulering av innsidehandel i børsnoterte varederivater for å legge til rette for en sikker og ordnet markedsplass som har aktørenes tillit. Det uttales at forbudet også bør gjelde ved handel i instrumenter notert på autorisert markedsplass. Kredittilsynet finner det «... generelt sett vesentlig at denne type redelighetsstandarder fastslås også for varederivatmarkedet, og det ville gi et svært uheldig signal om dette ikke skulle bli tilfellet». Kredittilsynet mener vesentlighetskriteriet i vphl. § 2-1 gjør det vanskelig å håndheve innsidehandelforbudet, og viser i den forbindelse til et forslag om å senke kvalifikasjonskravet som er under vurdering i departementet. Videre mener Kredittilsynet at utvalgets omtale av misbruksreservasjonen på enkelte punkter ikke er i samsvar med gjeldende rett. Kredittilsynet presiserer bl.a. at innsidehandelforbudet ikke er begrenset til transaksjoner som er egnet til å skade tilliten til kraftderivatmarkedet, og at handel for å sikre egne leveranseforpliktelser vil kunne omfattes av forbudet. Kredittilsynet viser videre til at etter gjeldende rett vil kjøp av derivater kunne omfattes av forbudet, uavhengig av hvilken retning kursen utvikler seg.

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) er i tvil om behovet for og hensiktsmessigheten av å la innsidehandelforbudet gjelde ved handel i varederivater. FNH legger til grunn at kunnskap om vannfall og vannmagasiner sjelden kan være presise og fortrolige opplysninger som kan misbrukes av aktører i kraftderivatmarkedet. FNH finner at det i det eksisterende kraftderivatmarkedet ikke har oppstått særskilte problemer i tilknytning til innsidehandel, og at det burde påvises et mer konkret behov for et forbud for det eventuelt innføres. FNH viser til at gjeldende innsidehandelforbud ikke er skrevet med varederivater for øye, og det uttales videre:

«Det er flere uklarheter i gjeldende innsidehandelsforbud. Usikkerheten omkring hvordan et forbud mot innsidehandel også i varederivatmarkeder vil virke, bidrar til ytterligere uklarheter. Vi mener at et slikt forbud vil være vanskelig å håndheve for tilsynsmyndighetene. Usikkerheten hos aktørene omkring rekkevidden av bestemmelsen reduserer forutsigbarheten og vil dermed kunne hemme utviklingen av varederivatmarkeder. Vi viser i den forbindelse også til at departementet nettopp har sendt på høring deler av innsidelovgivningen. Motivene for revisjonen finner man ikke i varederivathandelen. Dersom forslaget blir vedtatt, vil de få betydning for varederivathandelen, forutsatt at vphl. kapittel 2 uten noen reservasjoner blir gjort gjeldende for denne handelen.

Det framgår heller ikke av innstillingen om det er et forbud mot innsidehandel i varederivater i andre land. Dette er en svakhet med utvalgets innstilling. Vi må nemlig legge til grunn at et norsk regulert varederivatmarked fra starten vil måtte være forberedt på internasjonal konkurranse og regulering. Det er en risiko for at det ikke vil bli handlet slike derivater på norsk børs, dersom regelverket ikke følger internasjonale standarder. Dette bør således utredes nærmere før man tar standpunkt til spørsmålene om innsideregelverket.»

FNH foreslår på denne bakgrunn at man utsetter å gjøre de generelle handelsreglene gjeldende for varederivater (med unntak av vphl. § 2-5 og § 2-6). Det foreslås at spørsmålet utredes nærmere, og at man i mellomtiden inntar en forskriftshjemmel i loven som ved eventuelt påvist behov vil kunne gjøre nærmere definerte deler av innsideregelverket gjeldende for varederivatmarkedet. *Svenske Kraftverksföreningen/Sveriges Elleverantörer, Fiskeridepartementet* og *Enfo* gir uttrykk for tilsvarende synspunkter. Enfo mener særlig det bør unngås at «... egne forretningshemmeligheter i det underliggende fysiske kraftmarkedet kan medføre at man er avskåret fra å for eksempel prissikre produksjonen sin».

Ingen andre høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag om å la innsidehandelforbudet gjelde ved handel i varederivater. For så vidt gjelder de øvrige handelsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 2, støtter *Kredittilsynet* utvalgets forslag om å la vphl. § 2-2 om taushetsplikt og rådgivningsforbud få anvendelse ved handel i børsnoterte varederivater. Bestemmelsen anses nødvendig for å forebygge ulovlig innsidehandel, og for å verne om tilliten til det norske varederivatmarkedet. *Kredittilsynet* støtter også utvalgets forslag om å la vphl. § 2-5 om urimelige forretningsmetoder få anvendelse ved handel i varederivater. Det uttales i den sammenheng bl.a.:

«Forbudet mot urimelige forretningsmetoder vil da komme til anvendelse uavhengig av hvilke aktører som benytter forretningsmetoden

og uavhengig av hvorvidt det er tale om varederivater som er eller søkes notert på børs eller autorisert markedsplass. I en tilsynsmessig sammenheng er det etter Kredittilsynets vurdering behov for en slik urimelighetsstandard som vil kunne fange opp de tilfeller av markedsmissbruk som det er vanskelig å presisere som klare typetilfeller, samt fange opp eventuelle nye uheldige forretningsmetoder som måtte komme innenfor varederivathandelen. Eksempler på forretningsmetoder som vil kunne rammes av forbudet er tilfeller av misbruk av innsiddeinformasjon i det unoterte varederivatmarkedet eller i tilfelle hvor det gis uriktige opplysninger om den underliggende vare, uten at tilfellet er så vidt alvorlig at det samtidig rammes av forbudet mot ulovlig kursmanipulering. Som en rettslig standard vil det nærmere innholdet av forbudet mot urimelige forretningsmetoder kunne utvikle seg over tid, sett i lys av hva som til enhver tid er å anse som rimelige forretningsmetoder.»

Videre er *Kredittilsynet* positive til å la vphl. § 2-6 om kursmanipulasjon få anvendelse ved handel i varederivater. Det vises til at forbudet vil få anvendelse for enhver som opptrer i markedet, og det uttales videre:

«I § 2-6 annet ledd er det inntatt tre ulike eksempler på ulovlig kursmanipulering, men forbudet er ikke begrenset til disse tilfellene. I kraftderivathandelen vil f.eks. spredningen av uriktige eller villedende opplysninger om den underliggende vare (spotmarkedet) eller sikringsbehovet for en større investor kunne rammes av forbudet. Et annet eksempel kan være fiktive eller ikke-reelle handler hvor to aktører fingerer frem - og tilbakekjøp av kraftderivatkontrakter til stadig høyere kurser. I forhold til den uredelighetsstandard som oppstilles i bestemmelsen er det i første rekke den metode som brukes som vil være avgjørende for hvorvidt et forsøk på kurspåvirkning blir å regne som uredelig, og dette er igjen en rettslig standard som krever skjønnsmessige vurderinger.»

NVE redegjør også for enkelte spørsmål knyttet manipulasjon til markedsmanipulasjon i det finansielle kraftderivatmarkedet. Det vises til at posisjoner i det finansielle markedet kan gi incentiver til å påvirke systemprisen i det fysiske markedet, ettersom systemprisen er referanseprisen i det finansielle markedet. I den forbindelse uttaler *NVE*:

«Noe som kan skape problemer er at det ved ulike elspotområder vil være mulig å manipulere systemprisen uten at dette får konsekvenser for handelen i enkeltområdet. En budgiver lokalisert i et område med vesentlig lavere pris enn systemprisen vil kunne by inn ekstra volum for å senke systemprisen uten at dette i praksis blir tilgjengelig i markedet pga flaskehals, det vil si manglende overføringskapasitet i nettet mellom områdene.

Dette er i utgangspunktet ikke et innsideproblem, men kan rammes av forbudet om kursmanipulering i VPHL § 2-6. I henhold til omsetningskonsesjonen har Nord Pool ansvaret for å følge opp unormale anmeldelser og melde fra til *NVE* dersom det skjer spesielle svingninger i systemprisen. Siden 1998 har Nord Pool fulgt opp tre tilfeller av unormale anmeldelser, men uten at det har vært påvist direkte forsøk på kursmanipulasjon. Slike hendelser vil generelt være vanskelig å bevise. Det kan være grunn til å vurdere mer formelle prosedyrer for hvilke hendelser som bør undersøkes, og hvordan disse skal rapporteres.»

Ingen andre høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag om å la de øvrige handelsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 2 få anvendelse ved handel i varederivater.

Departementets vurdering

I samsvar med utvalgets forslag og høringsinstansenes merknader mener departementet at forbudet mot urimelige forretningsmetoder og kursmanipulasjon bør gis anvendelse for varederivater. Slike regler er sentrale for markedets integritet og det synes ikke å være noen grunner som tilsier at disse reglene er mindre egnet for regulering av varederivater enn for verdipapirer. Det antas særlig at forbudet mot markedsmanipulasjon vil ha betydning i det finansielle kraftderivatmarkedet. Det vises i den forbindelse til høringsuttalelsene om dette fra Norges vassdrags- og energidirektorat og Kredittilsynet som departementet i det vesentligste slutter seg til.

Det synes å være noe mer tvil knyttet til hvorvidt og på hvilken måte forbudet mot innsidehandel bør gjøres gjeldende ved handel med varederivater notert på børs eller autorisert markedsplass. Vphl. § 2-1 bestemmer at tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er eller søkes notert på børs ikke må foretas av noen som har presise eller fortrolige opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene vesentlig. Bestemmelsen gjelder bare i misbrukssituasjoner. Strafferammen er fengsel i inntil 6 år. Det følger av vphl. § 1-6 at departementet kan gjøre bestemmelsen gjeldende for instrumenter notert på autorisert markedsplass.

Departementet arbeider for tiden med et lovforslag om endring av innsidereglene. Et av forslagene er å fjerne vesentlighetskravet i vphl. § 2-1. En eventuell innskjerping av innsidehandelforbudet vil få tilsvarende anvendelse ved handel i varederivater, i den grad forbudet skal gjelde ved slik handel. Departementet legger til grunn at en utvidelse av bestemmelsens virkeområde til å omfatte varederivater, ikke bør virke begrensende ved vurderingen av tiltak som isolert sett anses nødvendige for å øke effektiviteten og tilliten i verdipapirmarkedet, jf. ovenfor om forslag til lovendringer.

Etter departementets syn er et innsidehandelforbud av sentral betydning for å bidra til økt tillit til markedsplassen. Økt tillit antas å bidra til økt bruk av slike markedsplasser. Økt likviditet vil normalt bidra til mindre volatilitet og lavere kostnader, hvilket igjen antas å ha positiv samfunnsøkonomisk effekt. Disse hensyn gjør seg gjeldende i både verdipapirmarkedet og varederivatmarkedet.

Departementet vil imidlertid påpeke visse forskjeller mellom varederivatmarkedet og verdipapirmarkedet, som kan tilsi ulike tilnæringsmåter til regulering av innsidehandel. For det første kan det hevdes at reguleringsbehovet er forskjellig, fordi investorenes tillit til og bruk av markedsplassen i mindre grad er avhengig av et slikt forbud i varederivatmarkedet enn i verdipapirmarkedet. Dette kan begrunnes i at transaksjoner vil beholde en reell omfordeling av risiko selv om det skulle finnes innsideinformasjon hos motparten, siden det i større grad enn i verdipapirmarkedet vil kunne inntre prisrelevante forhold utenfor motpartens kontroll. For det andre er det forskjeller knyttet til det tekniske anvendelsesområdet av innsidehandelforbudet. I mot-

setning til i verdipapirmarkedet, finnes det i varederivatmarkedet ingen utsteder av den underliggende vare som det kan finnes innsideinformasjon om (det finnes eksempelvis ingen utsteder av kraft eller aluminium). Produsent av en vare kan i denne sammenheng neppe sammenlignes med utsteder av en aksje, siden interne forhold hos produsenten normalt ikke vil påvirke prisen på varen direkte, slik interne forhold hos en utsteder vil påvirke aksjekursen. Det kan imidlertid finnes innsideinformasjon om «andre forhold» som kan påvirke prisen på derivatet. I praksis kan dette omfatte alt fra f.eks. snøtetthet og vannmengder i kraftprodusentenes reservoarer til kunnskap om rammevilkår for energiprodusenter- og forbrukere. Det vil derfor kunne oppstå usikkerhet hos aktørene om hva som skal regnes som misbruk av innsideinformasjon. Slike uklarheter vil i begrenset grad kunne avklares i lovteksten eller dens forarbeider, men må vurderes på konkret grunnlag i enkeltsituasjoner. Usikkerhet mht. anvendelsesområdet vil kunne redusere investorers bruk av instrumenter notert på markedsplassen p.g.a. de alvorlige konsekvenser et eventuelt brudd på innsidehandelforbudet vil kunne ha.

En annen ulikhet mellom verdipapirmarkedet og varederivatmarkedet er at regelverket i verdipapirmarkedet gjelder omsetning av både derivater og underliggende finansielle instrumenter. I varederivatmarkedet vil kun handel i derivatene reguleres, med mindre det i særlov er fastsatt særlige regler om omsetning av den underliggende vare eller tjeneste. Dette kan få implikasjoner for innsidehandelforbudet. For det første vil ikke «innsidehandel» i det underliggende markedet omfattes av et eventuelt innsidehandelforbud i derivatmarkedet. Dette kan medføre at større aktører med innsideinformasjon på grunn av handleforbudet velger å handle direkte i det underliggende markedet eller i unoterte derivatkontrakter, noe som må anses som uheldig. Det kan oppstå problemer i samme retning i tilknytning til hvilken plikt aktører i det underliggende markedet har til å offentliggjøre opplysninger om kursrelevante forhold før de eventuelt handler i derivatmarkedet. I verdipapirmarkedet vil informasjonsplikten om de underliggende instrumentene reguleres av regelverket for markedsplassen som noterer derivatene, siden det underliggende også er finansielle instrumenter. I varederivatmarkedet vil det ikke foreligge slik informasjonsplikt med mindre det er regulert i særlov, siden varer og tjenester ikke er finansielle instrumenter. Departementet har ikke foretatt en fullstendig gjennomgang av hvilke problemstillinger dette kan reise. I verdipapirmarkedet er det generelt ansett å være viktig at reglene om informasjonsplikt om kursrelevante forhold er tilpasset innsidehandelforbudet, bl.a. ved at meldeplikten håndheves konsekvent overfor alle aktører og at informasjonen gis samtidig til markedet. Et særskilt problem i varederivatmarkedet kan være at aktører med innsideinformasjon om den underliggende vare og som ikke omfattes av en informasjons *plikt* overfor markedsplassen, velger å handle i det underliggende markedet eller i unoterte derivater fremfor å offentliggjøre informasjonen og handle i noterte instrumenter. I såfall vil innsidehandelforbudet, p.g.a. manglende informasjonsplikt, virke i strid med hensikten. Det vises i den anledning til at det i dag ikke påligger aktører i det fysiske kraftmarkedet en informasjonsplikt overfor markedsplassen for fysisk kraftomsetning. En slik plikt vil eventuelt måtte pålegges med hjemmel i energiloven.

Finansnæringens Hovedorganisasjon etterlyser en analyse av rettstilstanden i andre land. Innsidehandelforbudet er normalt knyttet til instrumenter notert på en markeds plass (som en børs). Norge er det eneste nordiske landet hvor det i dag er opprettet en markeds plass for varederivater. Departementet antar derfor at en sammenligning av formelle lovregler om innsidehandel i Sverige, Danmark, Finland og Island er av begrenset verdi i denne sammenheng. For så vidt gjelder Storbritannia, er det opplyst at det straffesanksjonerte innsidehandelforbudet i «Criminal Justice Act» ikke omfatter innsidehandel i varederivater. Derimot vil trolig innsidehandel i varederivater kunne omfattes av det nylig innførte regelverket om markeds misbruk (Market Abuse), som utløser enkelte administrative sanksjoner. Sekundærlovgivningen er imidlertid ikke vedtatt ennå, og det er ventet at det vil gis detaljerte retningslinjer for hvordan og i hvilken grad de nye reglene vil få anvendelse ved handel i varederivater. Det er videre av betydning at EU-kommisjonen i et høringsdokument datert 16. november 2000 foreslår å utvide definisjonen av «regulert marked» i investeringstjenestedirektivet (rådsdirektiv 93/22/EØF) til å omfatte markeds plasser for varederivater. I dag har markeder som noterer varederivater ikke slik status. Departementet er kjent med at EU-kommisjonen arbeider med et direktivforslag om markeds misbruk som trolig vil fremmes i løpet av våren 2001. Direktivforslaget tar sikte på å erstatte gjeldende innsidehandeldirektiv (rådsdirektiv 89/592/EØF), og i tillegg skal det inneholde harmoniserte regler om markeds manipulasjon. Det sentrale i denne sammenheng er at forslaget omfatter markeds misbruk (dvs. innsidehandel og markeds manipulasjon) i varederivater som er notert på et regulert marked. Dersom forslaget blir vedtatt, vil Norge gjennom EØS-avtalen bli forpliktet til å regulere innsidehandel og markeds manipulasjon i varederivater notert på norsk børs eller autorisert markeds plass. Regelverksprosessen i EU tar imidlertid lang tid, og utfallet er usikkert.

På denne bakgrunn står en overfor ulike alternativer mht. innsidehandel-regulering. En mulighet er å la innsidehandelforbudet få full anvendelse, inkludert eventuelle innskjerpelser i dette. Dette vil være i tråd med forslaget fra utvalgets flertall. En annen mulighet er å ikke regulere innsidehandel i varederivatmarkedet overhodet. Etter departementets syn vil ikke en slik løsning i tilstrekkelig grad ivareta det grunnleggende hensynet til markeds plassens tillit og integritet. En «mellomløsning» er å pålegge børs eller autorisert markeds plass som noterer varederivater å utarbeide regler om innsidehandel, og å håndheve disse. Dersom en markeds plass for varederivater gis konsesjon som børs etter børsloven § 2-1, vil departementet kunne fastsette konsesjonsvilkår om at børsen utarbeider og håndhever et innsidehandelforbud. Det kan i den forbindelse også settes vilkår om at slike regler skal godkjennes av departementet. Slike konsesjonsvilkår er etter departementets syn kun en nærmere presisering av de forpliktelser som pålegges børsen i børsloven § 5-1 tredje ledd, om at børsen skal fastsette regler og forretningsvilkår om opptak til børsnotering, kursnotering, samt om rettigheter og plikter for utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter og børsmedlemmer. Det vises i den sammenheng til omtalen i Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) Om lov om børsvirksomhet m.m. s. 40, hvor det forutsettes at det kan settes konsesjonsvilkår overfor en børs eller autorisert markeds plass i den grad dette er nødvendig for å legge til

rette for effektive, velordnede og tillitsvekkende markeder for finansielle instrumenter.

En ulempe ved en slik tilnærming er at overtredelse av interne børsregler ikke er straffesanksjonerte, jf. børsloven § 9-1. Overtredelse vil imidlertid kunne sanksjoneres i form av kontraktsbaserte gebyrer og suspensjon av børsmedlemskap. Straffeansvar vil også kunne bli aktuelt i den grad handelen innebærer kursmanipulasjon, bedrageri eller lignende. Departementet vil særlig understreke betydningen av at bestemmelsen om kursmanipulasjon i vphl. § 2-6 får anvendelse ved handel i børsnoterte varederivater, jf. omtalen ovenfor om dette. En annen mulig ulempe er at børsregelverket ikke vil kunne regulere aktører som ikke er børsmedlemmer. For den markeds plass som finnes for varederivater i Norge i dag (Nord Pool), vil dette neppe utgjøre et stort problem siden de fleste større investorer på markeds plassen også er børsmedlemmer. Det kan imidlertid ikke utelukkes at dette endrer seg i fremtiden. Slike eventuelle fremtidige svakheter ved den angitte mellomøsning kan imidlertid avhjelpes ved å innta en hjemmel for departementet til å innføre hele eller deler av det lovbestemte innsidehandelforbudet på et senere tidspunkt, i den grad dette skulle vise seg å være nødvendig.

Fordelen med en slik mellomøsning er at innholdet i innsidebestemmelsene i større grad vil kunne tilpasses de særskilte forhold som gjør seg gjeldende i varederivatmarkedet. Regelverket i en varederivatbørs vil i større grad enn en generell lovregel kunne ta hensyn til særskilte forhold i det underliggende varemarkedet ved bl.a. definisjonen av bl.a. «misbruk» og «presise og fortrolige opplysninger». Videre vil børsen kunne samordne informasjonsplikten i det underliggende varemarkedet og innsidehandelforbudet i derivatmarkedet. Tilpassede løsninger vil etter departementets syn redusere faren for at et innsidehandelforbud virker mot sin hensikt og reduserer likviditeten i noterte varederivater. Det vises i den forbindelse til de ulikheter i reguleringsbehov og i det mer tekniske virkeområde som det er redegjort for ovenfor.

Etter en helhetsvurdering vil departementet foreslå at innsidehandelforbudet i vphl. § 2-1 og de korresponderende bestemmelsene om taushetsplikt og rådgivningsforbud i vphl. § 2-2 foreløpig ikke får direkte anvendelse ved handel i børsnoterte varederivater. I stedet foreslås at børser for varederivater pålegges å innføre og håndheve et innsidehandelforbud i tråd med det ovennevnte. Generelt vil den skisserte mellomøsning tillate en noe mer «skrittvis» tilnærming til et forholdsvis ukjent problemområde hvor både internasjonale og nasjonale tilsynsmyndigheter og aktører mangler erfaring. På bakgrunn av eventuelle ulemper en slik tilnærming vil kunne medføre i fremtiden, vil departementet foreslå en lovhjemmel for å kunne gjøre hele eller deler av innsidehandelforbudet gjeldende ved handel i varederivater, dersom det skulle oppstå behov for dette.

7 Regulering av mellommannsfunksjonen og andre investeringstjenester

Utvalgets forslag

Utvalgets flertall foreslår en generell konsesjonsplikt for å yte investeringstjenester i tilknytning til varederivater. Utvalgets drøftelse er særlig knyttet opp til «mellommannsfunksjonen», og om reguleringsbehovet uttales bl.a. (NOU 1999: 29 s. 59):

«I kompliserte eller spesialiserte markeder vil mange investorer velge å gjøre bruk av mellommenn i handelen. Kompleksiteten og spesialiseringen gjør det samtidig vanskelig for investoren å kontrollere om mellommannen handler i egen eller kundens interesse. Lav tillit til mellommannsfunksjonen vil da kunne medvirke til at investorene velger å forlate markedet, eller til at investoren ikke stoler på andre mellommenn enn den investoren har kontrollert for motpartsrisiko. For å sikre at mellommannen kan oppfylle sine forpliktelser overfor kundene og clearingsentralen, bør det vurderes å stille visse soliditets- og likviditetskrav til virksomheten som mellommann. Det bør videre vurderes om det bør stilles krav til virksomhetens organisering, interne kontroll, ledelse og eierskap. Slik regulering vil også kunne bidra til skjerpet konkurranse.»

Utvalget finner imidlertid at det bør gjelde en begrenset konsesjonsplikt for foretak som utelukkende yter investeringstjenester i varederivater, og ikke i tilknytning til andre finansielle instrumenter. Det uttales bl.a. (NOU 1999: 29 s. 94):

«Konsesjonskrav til mellommannsvirksomheten etter reglene i verdipapirhandelloven vil kunne føre til at allerede etablerte aktører i finansmarkedet får en dominerende posisjon innen varederivathandel. De som allerede har konsesjon etter verdipapirhandelloven kan gå rett inn i markedene, mens andre foretak kan få visse problemer med å tilfredsstille konsesjonskravene. Slik vil markedet kunne utvikle seg annerledes enn om også mindre foretak slipper til i et marked med lempeligere konsesjonskrav. Dagens verdipapirforetak vil muligens kunne ha en konkurransefordel gjennom sin erfaring med den delvis kompliserte virksomhet som handel med finansielle instrumenter utgjør. Andre aktører i markedet kan på sin side ha mer kunnskap og erfaring om de underliggende varer. Det er likevel ikke mulig å trekke sikre konklusjoner om en framtidig struktur i markedene, uansett hvilke konsesjonskrav som stilles. Utvalget ser at det kan være hensyn som taler for at det etableres en ordning som kan tillate noe lempeligere konsesjonskrav for foretak som bare skal yte investeringstjenester knyttet til varederivater, samtidig som de hensyn som taler for konsesjon ivaretas. Slike foretak vil imidlertid ikke kunne yte investeringstjenester knyttet til andre finansielle instrumenter uten egen konsesjon for dette. Med et slikt system antar utvalget at det kan legges til rette for konkurranse mellom ulike aktører innen mellommannstjenester for varederivater, slik at markedet i praksis kan finne fram til en effektiv og betryggende struktur.»

Utvalgets mindretall mener det ikke er behov for å innføre en generell konsesjonsplikt for å yte investeringstjenester i tilknytning til varederivater. Mindretallet peker særlig på forskjeller mellom kraftderivatmarkedet og verdipapirmarkedet. Det fremheves bl.a. at mellommannen i kraftderivatmarkedet sjelden trer inn som motpart mellom kjøper og selger, og at mellommannen derfor ikke påtar seg markeds- eller kredittrisiko. Dette er derimot vanlig i verdipapirmarkedet. Behovet for å gjøre soliditets- og likviditetskrav gjeldende overfor kraftderivatforetak antas derfor ikke å være til stede i like stor grad som overfor alminnelige verdipapirforetak. Mindretallet viser videre til at hensynet til investorbeskyttelse og sikring av finansiell stabilitet er av mindre betydning i kraftderivatmarkedet, og at det derfor ikke foreligger tilstrekkelig konkret grunnlag for å innføre konsesjonskrav for mellommenn i dette markedet. Generelt uttaler mindretallet følgende (NOU 1999: 29 s. 99):

«Avslutningsvis vil dette medlemmet påpeke at det ved vurderingen av om det skal foreslås nye lovbestemmelser bør tas hensyn til hvordan aktuelle aktører hittil har innrettet seg, og om de rettsregler som eksisterer for det aktuelle området, sammen med aktørens praksis utgjør en tilfredsstillende ramme. En konsesjonsplikt for mellommennene i kraftderivatmarkedet i tråd med hva som i dag gjelder for verdipapirforetak vil innebære et inngrep i en allerede etablert markedsstruktur. Det er ikke gitt at verdipapirhandellovens konsesjonsregler, som gir enerett til mellommannsvirksomhet, er et riktig reguleringsmessig tiltak, verken i dag eller på sikt.»

Høringsinstansenes merknader

Et flertall blant høringsinstansene støtter forslaget fra utvalgets flertall om å innføre en generell konsesjonsplikt for å yte investeringstjenester i varederivater, dog med et noe lempligere reguleringsregime for foretak som utelukkende yter tjenester i tilknytning til slike instrumenter. *Norsk Oppgjørssentral* fremhever betydningen mellommannsvirksomheten har for å sikre tillit til markedet, og uttaler:

«I kompliserte eller spesialiserte markeder velger investorer ofte å benytte mellommenn. Dersom det finnes et slikt mellommannsledd er det viktig for investorene i dette markedet at mellommannsvirksomheten er regulert, ettersom mellommenn ofte er de som er ansvarlige for oppgjør, og at clearing oftest skjer på mellommannsnivå. Det vil ikke være enkelt for investor selv å foreta den nødvendige undersøkelsen av mellommannens organisering og soliditet, noe som kan bidra til at investor velger å forlate markedet til fordel for andre markeder. Videre er det vesentlige likheter mellom det å drive mellommannsvirksomhet i finansmarkedet og det å drive mellommannsvirksomhet i varederivatmarkedet. Motivet til investor er ofte det samme, og vi ser det som naturlig at en får en utvikling der også tradisjonelle aktører i finansmarkedet vil benytte varederivatmarkedet for allokering av avlastning av risiko. Ikke minst vil dette være aktuelt for større investorer som vil trenge en helt annen risikodiversifisering enn den som tilbys av finansmarkedet alene. NOS er også av den oppfatning at de krav som stilles til slike mellommenn som følge av at de nå er foreslått regulert av Verdipapirhandelloven ikke kan sies å være så omfattende at de i seg selv er til hinder for en vekst for markeder i oppstartfasen, og utvikling av nye markeder.»

Olje- og energidepartementet, Nærings- og handelsdepartementet, Finansnæringens Hovedorganisasjon, Styrelsen Nordisk Krafthandlarforening, Bergen Energi gir uttrykk for tilsvarende synspunkter og støtter flertallets forslag.

Norges Bank støtter også i hovedsak flertallets forslag om konsesjonsplikt. *Norges Bank* er imidlertid uenig i at det innføres et særskilt regime med lempeligere konsesjonskrav til foretak som utelukkende yter investeringstjenester i tilknytning til varederivater. *Norges Bank* uttaler bl.a.:

«Etter *Norges Banks* syn vil det således bety lite for aktiviteten i varederivatmarkedet om foretak som bare skal yte investeringstjenester med varederivater blir underlagt de generelle kravene i verdipapirhandelloven. Allerede lovfestede unntak i loven vil sammen med utvalgets forslag til lovens definisjon av omsettelige varederivatkontrakter tilsi at de foretak som blir konsesjonspliktige etter verdipapirhandelloven kan følge de alminnelige bestemmelsene. De deler av loven som ikke er relevante for foretak som bare yter investeringstjenester med varederivater vil dessuten ikke få praktisk betydning, men trolig kun fungere som sovende bestemmelser for disse foretakene. Dette vil for eksempel være lovens kapitler 3 til 6 om meldeplikt, tilbudsplikt, prospektkrav og oppgjørssentral. *Norges Bank* vil på denne bakgrunn anbefale at det ikke gis spesielle regler for konsesjon med unntak fra verdipapirhandelloven for foretak som kun skal yte investeringstjenester med varederivater, og at disse foretakene således blir underlagt den lovgivning som gjelder for andre foretak som yter investeringstjenester med finansielle instrumenter. Felles bestemmelser bidrar også til en enklere lovgivning.»

Skandinavisk Kraftmegling AS peker på at lovregulering av mellommannsfunksjonen vil kunne være en fordel for kraftmeglingsforetakene, i det tilliten til foretakene og deres produkter vil øke. Det bes imidlertid om at de nærmere konsekvensene av forslaget utredes nærmere.

Enkelte høringsinstanser går i mot forslaget fra utvalgets flertall. *Kredittilsynet* kan ikke se at utvalget i sin innstilling har pekt på forhold i dagens varederivatmarkeder som gir tilstrekkelig grunnlag for generell offentligrettslig regulering av mellommannsfunksjonen. *Kredittilsynet* savner særlig en konkret vurdering av reguleringsbehovet relatert til de ulike varederivatmarkeder. I forhold til kraftderivatmarkedet uttaler *Kredittilsynet* bl.a.:

«Det er i innstillingen opplyst at partene i kraftderivatkontrakter i hovedsak vil være kraftprodusenter og distributører av kraft, som utgjør virksomheter som krever konsesjon etter energiloven for omsetning av kraft. I tillegg kommer det som omtales som større forbrukere, dvs. industrielle eller institusjonelle forbrukere. *Kredittilsynet* antar at alle disse aktørene må anses som profesjonelle parter, og at forbrukerhensyn således ikke gjør seg gjeldende. Det er videre ikke gitt opplysninger i Utvalgets innstilling som tyder på at mellommenn i kraftmarkedet har påført kunder tap av betydning eller utført handlinger som har påført kraftderivatmarkedet sviktende tillit¹⁾. *Kredittilsynet* kan på denne bakgrunn ikke se at mellommannsfunksjonen i dag ikke fungerer tilfredsstillende uten offentligrettslig regulering, og kan videre ikke se

¹⁾ Det legges til grunn at konkursen i Næringslivets Innkjøpsorganisasjon i 1996 gjaldt et selskap med konsesjon til omsetning av fysisk kraft, og således ikke kan anses som mellommann i markedet for omsetning av kraftderivater.

at det hittil foreligger noe spesielt behov for kundebeskyttelse i markedet for kraftderivater ²⁾.

Kredittilsynet kan heller ikke se at mellommannsfunksjonen i kraftderivatmarkedet har en slik samfunnsmessig betydning at hensynet til allmennheten tilsier at virksomheten underlegges offentligrettslig regulering og tilsyn. Det er i innstillingen heller ikke gitt opplysninger som tilsier at offentligrettslig regulering er nødvendig av hensyn til konkurransen fra utenlandske foretak. Dersom det senere skulle skje en utvikling i markedet som taler for regulering av mellommannsfunksjonen, vil en kunne komme tilbake til dette spørsmål. Det vises i denne sammenheng til forskriftshjemmelen som Kredittilsynet foreslår innført, jf. pkt. 2 siste avsnitt ovenfor. Reguleringsbehovet må også vurderes i forhold til de kostnader som er forbundet med eventuell regulering av mellommannsfunksjonen. Dette gjelder både de direkte kostnadene for aktørene og offentlige myndigheter, og indirekte ved at offentlig regulering normalt gir mindre fleksibilitet mht. utviklingen av markedet. Kredittilsynet mener det må påvises klare reguleringsbehov for å forsvare innføring av et såpass omfattende regelverk og tilsynsregime som det her er snakk om. Dersom utviklingen i kraftmarkedet skulle medføre endringer i form av at mellommennene i større grad påtar seg kreditt-, markeds- og likviditetsrisiko, og at ikke-profesjonelle investorer i fremtiden blir aktører i kraftderivatmarkedet, vil en måtte vurdere en regulering også i forhold til mellommannsfunksjoner i dette markedet».

Kredittilsynet viser videre til at et eventuelt reguleringsbehov for mellommenn vil kunne ivaretas ved at en offentlig regulert børs eller autorisert markeds plass for varederivater vil kunne sette krav til sine medlemmer, jf. børsloven § 5-4 og § 6-4.

Subsidiært mener Kredittilsynet at konsesjonsplikten bør begrenses til de investeringsforetak innen kraftmarkedet som faktisk påtar seg kreditt-, markeds- eller likviditetsrisiko i sin virksomhet.

Statistisk sentralbyrå og *Enron* gir i stor grad uttrykk for tilsvarende synspunkter som Kredittilsynet, og støtter mindretallets forslag om å ikke innføre konsesjonsplikt for mellommannsfunksjonen i kraftderivatmarkedet. *Enron* viser særlig til at utenlandske foretak også vil måtte søke om konsesjon, og etterlyser en nærmere vurdering av om dette vil kunne påvirke utenlandske foretaks interesse «i å fortsette å virke på det norske kraftmarkedet». Det vises videre til at det er under vurdering i EU hvorvidt investeringstjenester i varederivater bør underlegges konsesjonsplikt. *Enron* tilrår således at Norge avventer utviklingen i EU på dette punktet.

Enfo viser til at kraftderivatmarkedet har vist en stor grad av selvregulering slik at offentligrettslig regulering ikke er nødvendig. Dersom myndighetene anser det nødvendig å overvåke mellommennenes handel i varederivater, mener *Enfo* subsidiært at dette kan gjøres ved at slik handel gjøres til en meldepliktig tilleggstjeneste etter vphl. § 8-1.

²⁾ Det bemerkes at fastprisavtaler knyttet til levering av kraft overfor forbrukere gjelder omsetning av fysisk kraft, og slike avtaler er under enhver omstendighet ikke foreslått omfattet av lovforslaget ettersom de ikke faller inn under «omsettelige varederivater». Slike avtaler tilbys av kraftprodusenter eller kraftdistributører, som må ha konsesjon fra NVE for å drive omsetning av kraft.

Departementets vurdering

Generelt vil departementet bemerke at faktiske likhetstrekk mellom instrumenter som omsettes i verdipapirmarkedet og instrumenter som omsettes i varederivatmarkedet, ikke i seg selv tilsier like rettslige rammevilkår for handel i slike instrumenter. Det sentrale vurderingstemaet bør ikke være likheter og ulikheter mellom instrumenter som omsettes i forskjellige markeder, men hvilke likheter og ulikheter som gjør seg gjeldende mellom *markedene* hvor det omsettes slike instrumenter. I den forbindelse har utvalget pekt på at visse reguleringshensyn i verdipapirmarkedet ikke gjør seg gjeldende i samme grad i varederivatmarkedet. Dette gjelder bl.a. hensynet til investorbeskyttelse og finansiell stabilitet. Verdipapirmarkedet spiller også en sentral rolle ved å bidra til kapitaltilgang for næringslivet, noe som ikke gjør seg gjeldende i varederivatmarkeder. Videre er det viktige forskjeller i de internasjonale forpliktelsene Norge er underlagt ved reguleringen av hhv. verdipapirmarkedet og varederivatmarkedet. Nye rammevilkår for varederivathandel bør således begrunnes på selvstendig grunnlag.

I likhet med utvalget mener departementet at det sentrale formål med en eventuell regulering av mellommenn er å øke den samfunnsøkonomiske gevinst som ligger i økt tillit til sentrale markedsaktører, for derigjennom å øke investorers bruk av markedet. Dette hensynet kan bl.a. ivaretas ved å innføre konsesjonsplikt for å yte investeringstjenester i varederivater. Fordelen med en slik regulering er at mellommenn underlegges regler som har vist seg å fungere hensiktsmessig ved regulering av mellommenn i verdipapirmarkedet. Videre vil konsesjonsplikt legge til rette for sammenlignbare konkurransevilkår mellom mellommenn som opererer i både verdipapirmarkedet og varederivatmarkedet, og mellommenn som utelukkende opererer i varederivatmarkedet. Samtidig bør det etter departementets syn legges til rette for at markeder for varederivater opprettes og drives i Norge. Regelverket bør ikke i seg selv være en avgjørende faktor for aktører som vurderer hvorvidt deres virksomhet skal etableres i Norge eller i et annet land. Ved valg av reguleringsregime er det derfor av stor betydning å se hen til regulering av tilsvarende forhold i EU og i andre land. Det må også vurderes hvorvidt de angitte reguleringsformål vil kunne oppnås ved mindre inngripende tiltak enn konsesjonsplikt, bl.a. ved å la markedsplassens medlemsvilkår regulere sentrale markedsaktører. I det følgende vil disse forhold drøftes i tilknytning til det foreliggende norske markedet for varederivater, dvs. kraftderivatmarkedet.

Det følger av EØS-reglene som svarer til rådsdirektiv 10. mai 1993 om investeringstjenester (93/22/EØF) at foretak som yter investeringstjenester knyttet til finansielle instrumenter må oppfylle nærmere bestemte minimumsvilkår og underlegges konsesjonsplikt av hjemstaten. Slike foretak gis rett til å etablere seg eller yte tjenester innen hele EØS-området på grunnlag av sin hjemlandskonsesjon, uten å måtte søke om konsesjon i vertslandet. Direktivet gjelder imidlertid ikke investeringstjenester som ytes i tilknytning til varederivater. Medlemslandene står derfor fritt i forhold til direktivet til å velge hvorvidt og i hvilken grad slik virksomhet bør reguleres. Dersom et medlemsland velger å underlegge slik virksomhet konsesjonsplikt, vil konsesjonen bare ha rettsvirkninger innen det aktuelle landet. EU-kommisjonen fremmet 16. november 2000 et diskusjonsdokument om modernisering av investeringstjenedirektivet. Det foreslås bl.a. å utvide direktivet til å omfatte «regulerte

markeder» i varederivater, jf. nærmere ovenfor om handelsreglene. Kommisjonen drøfter imidlertid ikke hvorvidt direktivet bør utvides til å omfatte mellommannsvirksomhet i tilknytning til varederivater, men det kan ikke utelukkes at enkelte medlemsland fremsetter forslag om dette i den videre prosessen om modernisering og endring av direktivet. Sentrale medlemsland har tidligere tatt til orde for en slik endring av direktivet. Et argument mot å utvide direktivets virkeområde, vil trolig være at varederivatmarkedet preges av profesjonelle aktører. I et annet diskusjonsdokument fremmet 16. november 2000 knyttet til skillet mellom tilsynsregler og regler om god forretningsskikk, legger EU-kommisjonen stor vekt på at det enkelte medlemsland avpasser reguleringsgraden av mellommenn til profesjonaliteten til potensielle investorer. På denne bakgrunn er utfallet av ovennevnte endringsprosess lite forutsigbar, og det kan neppe forventes en avklaring i løpet av de nærmeste to-tre år.

Både Sverige og Danmark har allerede valgt å definere varederivater som finansielle instrumenter. Foretak som yter investeringstjenester i tilknytning til slik virksomhet er i prinsippet underlagt konsesjonsplikt på linje med andre verdipapirforetak. Det er imidlertid knyttet usikkerhet til i hvilken grad det formelle reguleringsregimet i Sverige og Danmark gir et reellt sammenligningsgrunnlag når det gjelder konsesjonsplikt for virksomhet knyttet til varederivater.

En regulering som oppfattes som streng i forhold til enkelte andre EØS-land vil kunne medføre at slik virksomhet flyttes ut av Norge. Videre risikerer en at norske rammevilkår for slik virksomhet vil måtte endres om få år, i tråd med en eventuell fremtidig harmonisering innen EØS-området. Etter departementets syn tilsier disse hensyn at en venter med å innføre konsesjonsplikt for å yte investeringstjenester i tilknytning til varederivater, inntil det foreligger en eventuell EØS-harmonisering på området. Det er derfor av betydning å vurdere hvorvidt det i tiden frem til en eventuell harmonisering skjer, finnes alternative måter å regulere slik virksomhet på.

Det følger av børsloven § 5-4 at en børs bare kan oppta medlemmer som har en forsvarlig kapital, formålstjenelig organisasjon, tilstrekkelige tekniske systemer og som for øvrig anses skikket til å delta i kursnoteringen i forhold til de forpliktelser medlemskapet innebærer. Departementet er gitt myndighet til å fastsette nærmere regler om vilkår for medlemskap og medlemmenes forpliktelser. Ved brudd på slike regler kan børsen under nærmere vilkår ilegge overtredelsesgebyr og løpende mulkt, jf. børsloven § 5-12 og § 5-13.

I tillegg vil verdipapirhandelens generelle forbud mot urimelige forretningsmetoder og kursmanipulering få anvendelse, uavhengig av om mellommenn er underlagt konsesjonsplikt.

Både regulering gjennom konsesjonsplikt og regulering gjennom børs-medlemskap innebærer nærmere krav til det aktuelle foretaket. Saklig sett dekkes en rekke av de samme forhold, slik som kapitalforhold, virksomhet og organisering av virksomheten. Det er imidlertid viktige forskjeller i hvem som har ansvaret for håndheving av de ulike bestemmelsene. Overholdelse av avtalevilkår og lovbestemte krav for børsmedlemmer håndheves av børsen selv. Varederivatforetakene vil ikke være underlagt de alminnelige tilsynsmyndighetene gjennom sitt børsmedlemskap. Derimot er børsen selv gjenstand for tilsyn, og departementet har kompetanse til å fastsette nærmere krav til børs-

medlemmer. Dersom det innføres konsesjonsplikt etter verdipapirhandelloven, vil foretakene være verdipapirforetak som direkte vil være underlagt tilsynsmyndighetenes (Kredittilsynets) kontroll. Fordelen med å regulere mellommenn via børsen er etter departementets syn at de særskilte krav som stilles til børsmedlemmer vil kunne utformes noe mer fleksibelt, enn det tilfellet vil være dersom en velger å regulere mellommenn i markedet ved hjelp av konsesjonsplikt og lovbestemte krav etter verdipapirhandelloven. Videre vil børsen for kraftderivater i større grad enn tilsynsmyndighetene i verdipapirmarkedet kunne ta hensyn til de særskilte forhold som gjør seg gjeldende i kraftmarkedet. Samtidig vil aktørene, via markedsplassens lovregulerte tilsyn og vilkår, underlegges en offentlig regulering som departementet antar i tilstrekkelig grad vil legge til rette for å skape tillit blant investorene. Det vises i den forbindelse til at hensynet til investorbeskyttelse og finansiell stabilitet har mindre vekt ved reguleringen av varederivatmarkedet enn i verdipapirmarkedet, jf. tilsvarende i Kredittilsynets høringsuttalelse.

En slik tilnærming vil kunne åpne for at foretak som yter investeringstjenester i varederivater ikke omfattes av offentligrettslig regulering, dersom de ikke er børsmedlemmer. Ulikt reguleringsregime av likeartet virksomhet vil imidlertid kunne skape grunnlag for regelverksarbitrasje, for eksempel ved at enkelte mellommenn velger å forlate den sentrale markedsplassen for å unngå medlemsvilkårene. Dette vil på sikt kunne undergrave den samfunnsøkonomiske gevinsten knyttet til sentralisert handel. For så vidt gjelder investorbeskyttelse, har dette hensynet etter departementets vurdering mindre betydning i et varederivatmarked enn i et verdipapirmarked. Likevel bør investorer gis visse grunnleggende rettigheter overfor foretak som yter investeringstjenester i varederivater, uavhengig av om disse er børsmedlemmer eller ikke. Fravær av regler om investorbeskyttelse vil kunne undergrave tilliten til markedet som sådan, noe som vil ha negative samfunnsøkonomiske konsekvenser. På denne bakgrunn vil departementet foreslå at enkelte av bestemmelsene om verdipapirforetaks virksomhet i verdipapirhandelloven kapittel 9 også gjøres gjeldende overfor foretak som utelukkende yter investeringstjenester i varederivater (varederivatforetak). For det første bør vphl. § 9-4 første ledd gjøres gjeldende for varederivatforetak. Bestemmelsen innebærer at all handel i børsnoterte instrumenter foretatt av verdipapirforetak straks må meldes inn til børsen. En slik rapporteringsplikt legger til rette for at børsen kan få et mest mulig korrekt bilde av prisen på de noterte instrumentene. Riktig prising er av vesentlig betydning for effektiviteten i et marked, uavhengig av om det gjelder et varederivatmarked eller verdipapirmarked, jf. tilsvarende i NOU 1999: 29 s. 107. For det andre foreslås at de lovbestemte normene for god forretningsskikk i vphl. § 9-2 og § 9-3 gjøres gjeldende for varederivatforetak, jf. tilsvarende i NOU 1999: 29 s. 104. Overtredelse av disse bestemmelsene vil være straffesanksjonert, jf. vphl. § 14-3, og eventuell vinning kan inndras etter reglene i vphl. § 14-2. Bestemmelsene i vphl. § 9-2 er av generell art og vil gjelde så langt de passer. Eksempelvis vil ikke sjette ledd om sikkerhetsstillelse være aktuell for varederivatforetak. Vphl. § 9-3 gjelder særlige krav til god forretningsskikk ved egenhandel. Det foreslås at bare vphl. § 9-3 annet ledd første punktum gis anvendelse for varederivatforetak. Bestemmelsen er av vesentlig betydning for å sikre kunders rettigheter ved egenhandel. Vphl.

§ 9-3 første ledd forutsetter at varederivatforetak er underlagt de alminnelige reglene om egenhandel i verdipapirhandelloven kapittel 8, og gis derfor ikke anvendelse. Annet ledd annet punktum forutsetter bruk av sluttseddel som nevnt i vphl. § 11-4 og er således uaktuell. Tredje ledd gjelder emisjoner og er etter sin art uaktuell for varederivatforetak.

Det kan ikke utelukkes at reguleringsbehovet vil fortone seg noe annerledes for fremtidige varederivatmarkeder som har annet enn kraft som underliggende. På den ene side vil neppe hensynet til forbrukerbeskyttelse og finansiell stabilitet tale for strengere regulering i slike markeder enn i dagens kraftderivatmarkeder. På den annen side vil det kunne oppstå et behov for regulering for å sikre effektivitet og tillit dersom det i et slikt fremtidig varederivatmarked ikke opprettes en norsk markedsplass underlagt børsloven. I en slik mulig fremtidig situasjon bør det vurderes å innføre konsesjonsplikt for å yte investeringstjenester i tilknytning til varederivater. Departementet kan imidlertid ikke se behov for konsesjonsplikt på grunnlag av reguleringsbehovet slik det fremstår i dag.

Det kan hevdes at foretak som både yter investeringstjenester i tilknytning til tradisjonelle finansielle instrumenter og varederivater, vil underlegges strengere rammevilkår i form av konsesjonsplikt mv. enn det som vil gjelde for foretak som utelukkende yter tjenester i varederivatmarkedet. Departementet kan imidlertid ikke legge avgjørende vekt på dette. Det er ikke uvanlig at foretak som er underlagt ulike reguleringsregimer konkurrerer med hverandre innen enkelte markedssegmenter (f.eks. konkurranse mellom banker og verdipapirforetak). I den grad dette skulle vise seg å være et problem, vil for øvrig eksisterende verdipapirforetak kunne skille ut virksomheten i varederivatmarkedet i selvstendige juridiske enheter.

Etter en helhetsvurdering har departementet, i likhet med utvalgets mindretall og Kredittilsynet, kommet til at det på det nåværende tidspunkt ikke bør innføres en generell konsesjonsplikt for investeringstjenester som ytes i tilknytning til varederivater. Dette er dels begrunnet i at en bør avvete utviklingen i EU før det innføres norske regler om konsesjonsplikt på dette området, og dels i at de angitte reguleringsformål i den foreliggende situasjon antas å ville kunne oppnås ved andre tiltak enn konsesjonsplikt. I den sammenheng vises til at markedsplassen vil kunne regulere mellommenn gjennom deres børsmedlemsskap, og til forslaget om å gjøre enkelte av virksomhetsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 9 gjeldende for varederivatforetak allerede nå.

Verdipapirforetak er foretak som yter investeringstjenester, jf. vphl. § 1-4 første ledd. «Investeringstjenester» er definert i vphl. § 1-2 første ledd. Spørsmålet om hva som er investeringstjenester i tilknytning til varederivater har etter departementets forslag mindre betydning enn etter utvalgets forslag. Avgrensningen er imidlertid fortsatt relevant, siden departementet foreslår at enkelte av bestemmelsene i verdipapirhandelloven kapittel 9 skal gjelde for verdipapirforetak som i hovedsak bare yter investeringstjenester i tilknytning til varederivater. Avgrensningen vil være av særlig betydning for aktører på kraftderivatmarkedet. Det vises i den anledning til utvalgets drøftelser i NOU 1999: 29 pkt. 7.4.2 om investorer og mellommannsvirksomhet i kraftmarkedet, som departementet i det vesentligste slutter seg til.

8 Regulering av markedsplassfunksjonen

Utvalgets forslag

Utvalget mener det kan være behov for at virksomhet som markedsplass for varederivater bør underlegges offentlig regulering. Dette anses nødvendig for bl.a. å sikre gjennomsiktighet i handelen, siden en investor som slutter en handel ikke selv vil ha insentiv til å offentliggjøre denne type informasjon. Utvalget påpeker spesielt at kraftderivatmarkedet er mindre gjennomsiktig enn markedet for finansielle instrumenter.

Utvalget anser videre at det kan være nødvendig med regler som sikrer likebehandling av kunder, og regler som reduserer muligheten for interessekonflikter. For å sikre markedsplassens uavhengighet, mener utvalget det kan være aktuelt både med regler om maksimalgrenser for eierskap og virksomhetsbegrensninger for selve markedsplassen.

Etter utvalgets syn vil bestemmelsene om børsvirksomhet i utkastet til ny børslov ivareta behovet for regler om av gjennomsiktighet i handelen på markedsplassen, regler som sikrer likebehandling av kunder, regler om eierskap og virksomhetsbegrensninger for markedsplasser for varederivater. Det vises til at reglene om markedsplasser i børslovutvalgets lovutkast er knyttet til begrepet finansielle instrumenter, jf. utkastet § 1-1.

Etter utvalgets vurdering kan utkastet til ny børslov få anvendelse på den virksomhet som Nord Pool i dag driver, dersom definisjonen av «finansielle instrumenter» i samsvar med utvalgets forslag utvides til å omfatte varederivater. Utvalget legger til grunn at dette vil følge av børslovutvalgets utkast til ny børslov § 1-3 første ledd første punktum. Varederivatutvalget legger på bakgrunn av utkastet til ny børslov til grunn at Nord Pool vil kunne søke om konsesjon som børs eller autorisert markedsplass.

Utvalget foreslår derfor ikke egne bestemmelser om markedsplasser for varederivater.

I følge utvalget vil Nord Pool på lik linje med andre børser i utgangspunktet måtte oppfylle de alminnelige reglene i utkast til ny børslov. Etter utvalgets oppfatning synes det som om utkast til ny børslov inneholder dispensasjonsregler som i tilstrekkelig grad vil kunne ivareta eventuelle særskilte tilpassingsbehov.

Høringsinstansenes merknader

Samtlige høringsinstanser som har merknader til utvalgets forslag, med unntak av *Statistisk sentralbyrå*, er positive til at det åpnes for at markedsplasser for varederivater kan få konsesjon som børs eller autorisert markedsplass.

Nord Pool viser til at i andre land der Nord Pool opererer er selskapets finansielle kontrakter definert som finansielle instrumenter. Nord Pool understreker ønsket om å kunne søke konsesjon som børs og påpeker at de som fullverdig børs vil få en institusjonell tyngde som gjennom reguleringen underbygger markedsplassens nøytralitet, objektivitet, integritet og sikkerhet for aktørene. Nord Pool peker videre på at andre fullverdige børser i Europa

er i oppstarten for å notere kraftkontrakter. Dersom Nord Pool ikke får rammevilkår som fullverdig børs vil dette medføre en betydelig konkurransevridding, og Nord Pools internasjonale konkurransesituasjon kan bli svekket. Internasjonale børser kan også med konsesjon i hjemlandet etablere seg i Norden med børsstatus.

Kredittilsynet slutter seg til utvalgets generelle synspunkter om at aktørenes tillit til markedsplassenes funksjon og uavhengighet er viktige forutsetninger for et effektivt marked. Tilsynet er imidlertid, som nevnt ovenfor, uenig i utvalgets forslag om å regulere varederivater under ett. De enkelte markeder må etter Kredittilsynets oppfatning vurderes konkret for å avgjøre hvorvidt offentligrettslig regulering er nødvendig. Etter en gjennomgang av disse markedene konkluderer Kredittilsynet med at det etter deres oppfatning kun er for markedsplasser for kraftderivater at det pr. i dag er behov for regulering. Lignende synspunkter fremmes av *Enron* og *Statkorn*.

Statistisk sentralbyrå begrenser sin høringsuttalelse til kraftmarkedet, og anser det ikke å være nødvendig å regulere markedsplassfunksjonen. Det vises bl.a. til et mindre behov for regler til beskyttelse av investorer og det finansielle system. Videre vises til at handelen i den underliggende vare (kraft) allerede er regulert i energilovgivningen.

En rekke av høringsinstansene som mener at børsloven er egnet til regulering av markedsplasser for varederivater påpeker at det er behov for enkelte tilpasninger i loven.

Departementets vurdering

Departementet slutter seg i hovedsak til utvalgets vurdering av at børsloven gir et egnet rettslig rammeverk for regulering av markedsplasser for varederivater. Det vises for øvrig til Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) om lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven) s. 190, hvor departementet bl.a. uttalte.:

«På bakgrunn av at en rekke høringsinstanser har påpekt behovet for en snarlig avklaring med hensyn til rammevilkårene for den allerede eksisterende markedsplassen for varederivater i Norge og Norden, nemlig Nord Pool, foreslås det imidlertid at departementet i forskrift skal kunne fastsette at børsloven og forskrifter gitt med hjemmel i den helt eller delvis skal få anvendelse for foretak som organiserer eller driver et marked for varederivater, herunder kraftderivater, jf. lovforslaget § 1-4. Det vil i så fall kunne fastsettes at Nord Pool kan søke om konsesjon som børs eller autorisert markedsplass. Departementet foreslår at departementet i forskrift skal kunne gi regler som utfyller, supplerer eller avviker fra regler gitt i eller i medhold av børslovens regler med forskrifter for markedsplasser for varederivater. Dette kan blant annet være aktuelt når det gjelder bestemmelsen i § 4-1 om at ingen kan eie aksjer som representerer mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs. Videre kan det være aktuelt å gi regler om at drift av markedsplass for kraft i medhold av konsesjon etter energiloven § 4 skal anses å ha naturlig sammenheng med drift av markedsplass for kraftderivater.»

Kredittilsynet har i samarbeid med Nord Pool, arbeidet med å lage et utkast til slik forskrift med hjemmel i børsloven § 1-4. Arbeidet er imidlertid ikke kommet så langt at et forslag er sendt på høring. Dersom varederivater som

foreslått i denne proposisjonen defineres som finansielle instrumenter, vil hjemmelen til å gi markedsplasser tillatelse til å drive virksomhet som børs eller autorisert markedsplass følge direkte av børsloven § 2-1, jf. § 1-3. Behovet for den særskilte forskriftshjemmelen i børsloven § 1-4 er derfor sterkt redusert, og departementet foreslår at bestemmelsen oppheves. Departementet har vurdert om det er behov for andre særskilte tilpasninger i børslovens generelle bestemmelser i relasjon til markedsplasser for varederivater. I likhet med utvalget mener departementet det bør presiseres i børsloven § 5-6 første ledd at det vil kunne noteres derivater som ikke har andre finansielle instrumenter som underliggende, såfremt det foreligger en betydelig handel med betryggende prisfastsettelse i den eller de underliggende varer eller tjenester.

For øvrig viser departementet til at børsloven inneholder en rekke dispensasjonshjemler som vil kunne benyttes overfor markedsplasser for varederivater, i den utstrekning de nærmere vilkår for dispensasjon fra lovens hovedregler finnes å være oppfylt. Videre vil det kunne settes konsesjonsvilkår som utfyller eller supplerer de generelle reglene i børsloven dersom det er behov for dette i forhold til regulerte markedsplasser for varederivater. Børsloven må antas å gi en vid adgang til å sette slike konsesjonsvilkår, jf. nærmere omtale av dette i Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) s. 40.

9 Oppgjør, registrering og motregning (netting)

9.1 Oppgjørsvirksomhet og oppgjør

Utvalgets forslag

Med oppgjørsvirksomhet menes yrkesmessig virksomhet som består i å tre inn som part eller på annen måte garantere for oppfyllelse av avtaler som gjelder handel med finansielle instrumenter, jf. vphl. § 1-6. Slik virksomhet kan bare drives etter tillatelse fra departementet, jf. vphl. § 6-1 første ledd. Det er gitt nærmere regler om virksomhet som oppgjørssentral i verdipapirhandellovens kapittel 6.

Utvalget foreslår at oppgjørsvirksomhet i tilknytning til varederivater bør underlegges det samme reguleringsregime som andre finansielle instrumenter, dersom varederivater defineres som finansielle instrumenter. Utvalget uttaler i den forbindelse (NOU 1999: 29 s. 109):

«Etter utvalgets oppfatning er virksomheten som clearingsentral av utpreget finansiell karakter, uansett underliggende for de derivater som cleares. Clearingsentralen har en viktig funksjon i et marked, og det er av betydning for tilliten i markedet at sentralen fungerer på en betryggende måte. Dette må også gjenspeile seg i de krav som stilles til virksomheten, og ved at det etableres et tilfredsstillende tilsyn. Det er utvalgets oppfatning at virksomhet som clearingsentral må underlegges konsesjon for clearing av varederivater på samme måte som for finansielle instrumenter for øvrig.»

Utvalget viser til at det etter vphl. § 9-4 gjelder en clearingsplikt for verdipapirforetaks handel i børsnoterte derivater, og reiser spørsmål ved om en tilsvarende plikt bør gjelde ved handel på autoriserte markedsplasser. Utvalget tar imidlertid ikke stilling til spørsmålet.

Høringsinstansenes merknader

Olje- og energidepartementet, Norges Fondsmeglerforbund og Finansnæringens Hovedorganisasjon støtter utvalgets forslag om regulering av clearingsvirksomhet. Kredittilsynet er også enig med utvalget i at virksomhet som clearingsentral for varederivater bør underlegges de samme konsesjonsvilkår som clearingsentral for finansielle instrumenter for øvrig. Kredittilsynet mener videre at børsnoterte varederivater bør underlegges clearingplikt, men at det på grunn av forskjeller mellom verdipapirmarkedet og kraftderivatmarkedet er behov for visse lovtekniske tilpasninger. Kredittilsynet uttaler bl.a.:

«Etter Kredittilsynets oppfatning bør varederivater som handles over børs skje under medvirkning av en oppgjørssentral. Kredittilsynet kan ikke se at det foreligger hensyn som taler for at man her har regler som avviker fra tilsvarende regulering av handel med finansielle derivater, jf. verdipapirhandelloven § 9-4 tredje ledd hvor det fremgår at verdipapirforetaks handel i børsnoterte derivater skal foretas under medvirkning av en oppgjørssentral. Ifølge Utvalget kan det legges til

grunn at det meste av handelen i kraftderivater som i dag skjer over Nord Pool er cleared på kundenivå. I den grad det skal innføres clearingplikt for handel over børs, må en bestemmelse om dette således rette seg mot enhver investor som foretar slik handel, og ikke bare mot mellommannsforetaket. Det bemerkes for øvrig at Kredittilsynet under punkt 3.3 ovenfor foreslår at mellommannsrollen i kraftmarkedet ikke bør reguleres. Verdipapirhandelloven § 9-4 tredje ledd vil i så fall heller ikke gjelde for mellommenn i kraftmarkedet.

En mulighet for å gjennomføre clearingplikt på kundenivå er at det i verdipapirhandelloven inntas en bestemmelse eller forskriftshjemmel som sikrer at kravet om clearing blir gjort gjeldende for *enhver* som handler derivater over børs. En annen mulighet er at et slikt krav inntas i børsloven, da dette kan betraktes som en markedsregel. Kredittilsynet mener at den beste løsningen vil være å innta clearingplikten som en bestemmelse i børsloven, ettersom bestemmelsen vil gjelde generelt for alle som handler over børs, og ikke bare for foretak som yter investeringstjenester i varederivater iht til utkast til ny § 7-12 i verdipapirhandelloven.»

Kredittilsynet ser for øvrig ikke grunn til å innføre clearingplikt for varederivater som er notert på autorisert markedsplass, og uttaler:

«Børslovutvalget gir uttrykk for at en autorisert markedsplass skal skape et velordnet og regulert marked for verdipapirer som ikke fyller opptaksdirektivets minimumskrav. Som ledd i dette bør det derfor ikke lovfestes at derivater omsatt på en autorisert markedsplass skal foretas under medvirkning av oppgjørssentral. I kraftmarkedet er det etablert en praksis hvor størstedelen av otc-derivater clears via Nord Pool, i tillegg til clearing av all handel i Elspot og Eltermin. Det vil være rimelig å anta at handel i kraftderivater på en autorisert markedsplass vil tilpasse seg etter hva aktørene finner hensiktsmessig og det bør derfor ikke lovfestes noe krav om clearing for slike markedsplasser.»

Norsk Oppgjørssentral (NOS) synes å støtte utvalgets forslag om at virksomhetsreglene i verdipapirhandellovens kapittel 6 bør gjelde tilsvarende for oppgjørsvirksomhet som foretas i tilknytning til varederivater. NOS understreker bl.a. betydningen av eierbegrensningsregler for oppgjørssentraler i vphl. § 6-1 og minstekrav til kapital i vphl. § 6-2.

NOS mener videre det bør innføres en generell clearingplikt for varederivater som er notert på autorisert markedsplass, og uttaler:

«Behovet for clearing er etter vår oppfatning det samme uavhengig av om markedsplassen er en autorisert markedsplass eller børs. Dette skulle ikke stille seg annerledes for derivater omsatt over autorisert markedsplass. Etter *NOS'* syn bør det foretas en endring av verdipapirhandellovens § 9-4 tredje ledd, slik at denne også omfatter derivater omsatt på autorisert markedsplass, ikke kun børs.»

Ingen andre høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at oppgjørsvirksomhet i tilknytning til varederivater bør underlegges de alminnelige regler for slik virksomhet i verdipapirhandellovens kapittel 6. En oppgjørssentral innehar en viktig funksjon i markedet, og det er av vesentlig betydning for tilliten til marke-

det at oppgjørssentralen er underlagt et betryggende regelverk og offentlig tilsyn. For øvrig har ingen av høringsinstansene hatt innvendinger mot forslaget. Departementet kan ikke se at det er behov for særskilte tilpasninger i verdipapirhandellovens kapittel 6, for så vidt gjelder oppgjørsvirksomhet i tilknytning til varederivater. I den grad det skulle oppstå behov for tilpasninger, synes det som om loven selv inneholder tilstrekkelige unntakshjemler. Dersom en børs for varederivater i tillegg driver oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandelloven kapittel 6, følger det av børsloven § 5-2 annet ledd at oppgjørsvirksomheten som hovedregel skal skje i eget foretak.

Det følger av vphl. § 9-4 tredje ledd at verdipapirforetaks handel i børsnoterte derivater skal foretas under medvirkning av en oppgjørssentral. Et særskilt spørsmål er om det bør være plikt til å benytte oppgjørssentral ved handel i varederivater. Det kan hevdes at markedsaktørene selv vil velge å benytte en oppgjørssentral, og at det derfor er unødvendig med et påbud. På bakgrunn av den betydning oppgjørsfunksjonen har i et derivatmarked, mener imidlertid departementet i likhet med utvalget at det bør være en pliktig bruk av oppgjørssentral ved handel i børsnoterte varederivater, jf. tilsvarende i NOU 1996:2 s. 179. For øvrig har ingen høringsinstanser hatt innvendinger mot en slik plikt. Som Kredittilsynet peker på, bør oppgjørsplikten gjelde enhver som handler i børsnoterte varederivater. Vphl. § 9-4 tredje ledd forutsetter imidlertid bruk av mellommann, og må således tilpasses for så vidt gjelder dagens handel i kraftderivatmarkedet.

Høringsinstansene er delt i spørsmålet om det bør gjelde en oppgjørsplikt for handel i varederivater som er notert på autorisert markedsplass. Departementet ser ingen grunn til å lovregulere dette spørsmålet. Det finnes ingen autoriserte marked i Norge i dag. Det følger av vphl. § 1-6 at departementet kan fastsette at bestemmelser i loven som gjelder børsnoterte finansielle instrumenter helt eller delvis skal få tilsvarende anvendelse for finansielle instrumenter som noteres på autorisert markedsplass. Dersom det skulle opprettes en autorisert markedsplass for varederivater i Norge, vil departementet etter en konkret vurdering kunne avgjøre hvorvidt det bør gjelde en oppgjørsplikt.

9.2 Registrering

Utvalgets forslag

Etter gjeldende rett er det registreringsplikt i VPS for børsnoterte derivater, jf. forskrift 12. januar 1997 om registrering av opsjoner og terminer m.v. i Verdipapirsentralen. Utvalget synes imidlertid å mene at det ikke bør gjelde en tilsvarende registreringsplikt for varederivater, selv om slike derivater noteres på norsk børs. Utvalget uttaler bl.a. (NOU 1999: 29 s. 110):

«Når det gjelder registrering av derivater i VPS, er det retten til derivatets underliggende som registreres. Er derivatets underliggende ikke et finansielt instrument som er registrert, vil det heller ikke foregå noen registrering av derivatet. I dag foregår det derfor en registrering av for eksempel derivater knyttet til VPS-registrerte aksjer, men ikke derivater på valuta, fordi valuta ikke er registrert i VPS. Når det gjelder varederivater finnes ikke noe register for de underliggende varene hvor rettighetene til varene kan utledes, slik formålet er med register-

føring av de omsettelige verdipapirer som i dag registreres i VPS. En pliktig registrering av varederivater vil derfor ikke kunne si noe om rettighetene til de underliggende varene, slik tilfellet er for omsettelige verdipapirer. Videre har ikke flaggingsregler betydning for varederivater, og heller ikke insideregler i samme grad som for derivater på omsettelige verdipapirer. Det synes derfor ikke å være grunn for en pliktig registrering av varederivater i VPS, sjøl om både verdipapirsentralloven og verdipapirhandelsoven anvender begrepet finansielle instrumenter som koblingsord.

Det kan likevel tenkes en framtidig mulighet for en registreringsrett for varederivater for eksempel knyttet til CO₂-kvoter. Hvis slik kvotehandling skulle bli en realitet, vil det være et behov for en registrering av hvem som til enhver tid har rettigheter til de aktuelle kvotene. Da vil disse registrerte kvotene kunne ha samme status i forhold til derivater som omsettelige verdipapirer har i forhold til derivater basert på registrering av ulike underliggende.»

Utvalget legger for øvrig til grunn at disse spørsmålene vil kunne behandles av Verdipapirsentrallovutvalget.

Høringsinstansenes merknader

Verdipapirsentralen (VPS) påpeker at derivater vil kunne registreres i VPS, uavhengig av om det underliggende er registrert. Det vises bl.a. til at svenske derivater er registrert i VPS, uten at underliggende er registrert. VPS opplyser at det er registreringsadgang for varederivater med kontantoppgjør i den danske verdipapirsentralen. VPS tar ikke stilling til om det bør være registreringsplikt for varederivater, men mener det uansett bør være en registreringsadgang. Det uttales i den forbindelse:

«VPS-registrering tilbyr den sikreste og mest effektive håndtering av rettsvernet for eierne av finansielle instrumenter. Vi kan ikke se at det skulle være grunn til å avskjære utstedere og investorer i varederivater fra å nyte godt av muligheten fra å kunne sikre rettsvern for sine posisjoner. Ved å åpne for frivillig vps-registrering av varederivater vil investorer i disse instrumentene også nyte godt av den infrastrukturen som er bygget opp for finansielle instrumenter.

Verdipapirsentralen vil i nær fremtid bygge forbindelser (depotlinker) med utenlandske verdipapirsentraler som muliggjør å sikre rettsvern på tvers av landegrensene.»

Norges Bank støtter utvalgets vurdering av at det ikke er behov for å innføre pliktig registrering av varederivater. *Kredittilsynet* mener imidlertid det bør gjelde en registreringsplikt for børsnoterte varederivater, og uttaler:

«Det er flere faktorer som trekker i retning av en pliktig registrering av varederivater i VPS. Gitt at varederivater blir definert som et finansielt instrument, jf. punkt 2, vil det være naturlig å gjøre opsjonsforskriften gjeldende også for slike derivater. Dette kan ha betydning for tilliten i markedet, og vil ha konsekvenser for eierrettighetene og dermed rettsvernet for investor ved registreringen. Lov om verdipapirsentral regulerer i kapittel 5 rettsvirkningene av registreringen, herunder blant annet prioriteringsreglene ved registrering av rettsvern ved konkurs. Det er også andre viktige faktorer som bør tas med i vurderingen om pliktig registrering i VPS. Det kan være klage på registreringen eller erstatningsplikt som følge av feil i forbindelse med registreringen.»

Det påpekes imidlertid at den aktuelle børs vil kunne kreve at noterte derivater registreres. Kredittilsynet påpeker videre at NOS i dag registrerer visse kraftderivater. Det antas at det må tas stilling i hvilken grad andre enn VPS vil kunne registrere finansielle instrumenter i forbindelse med Verdipapirsentrallovutvalgets innstilling.

Ingen andre høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Departementet legger i likhet med Verdipapirsentralen og Kredittilsynet til grunn at det ikke er noen direkte kobling mellom derivatet og det underliggende i Verdipapirsentralens systemer. Det synes således ikke å foreligge noen særskilte tekniske problemer knyttet til registrering av varederivater.

I NOU 2000:10 foreslår Verdipapirsentrallovutvalget at registreringsretten bør omfatte samtlige finansielle instrumenter. For det tilfellet at varederivater blir definert som et finansielt instrument, uttales at varederivater vil omfattes av den foreslåtte registreringsretten og at registreringsretten «... bør gjelde uavhengig av om den underliggende vare eller tjeneste kan registreres.» Departementet vil ta stilling til eventuell registreringsadgang på generelt grunnlag ved behandlingen av NOU 2000:10, herunder spørsmålet om det bør gjelde en registreringsadgang for varederivater.

Verdipapirsentrallovutvalget har videre foreslått å oppheve gjeldende registreringsplikt for bl.a. børsnoterte derivater. Departementet vil ta stilling til en eventuell registreringsplikt på generelt grunnlag i forbindelse med behandlingen av NOU 2000:10, herunder spørsmålet om det bør gjelde en registreringsplikt for børsnoterte varederivater.

Det vises for øvrig til at departementet etter gjeldende rett har hjemmel til å fastsette hhv. registreringsplikt og registreringsadgang for andre finansielle instrumenter enn de som er nevnt i verdipapirsentralloven, jf. verdipapirsentralloven § 1-2 annet ledd og § 1-3 annet ledd.

9.3 Netting

Utvalgets forslag

For enkelte derivatkontrakter og valuta gjelder særlige konkursrettslige regler, jf. verdipapirhandellovens kapittel 10. Reglene innebærer at inngåtte kontrakter om motregning (netting) vil kunne gjøres gjeldende uavhengig av om en av partene går konkurs. Utvalget foreslår at tilsvarende bør gjelde varederivater. Utvalget uttaler bl.a. (NOU 1999: 29 s. 109-110):

«Etter utvalgets oppfatning er bestemmelser om netting av vesentlig betydning for å kunne redusere risikoen mellom deltakere i finansmarkedene. ISDA og andre har anslått at netting kan redusere kredittrisikoen med 40- 60 prosent. Netting kan også redusere systemrisikoen ved at den samlede risikoen i et marked reduseres. Det er viktig for aktørene at de internasjonale standardavtalene kan legges til grunn i hver av partenes jurisdiksjon. Aktører med en hjemlandslovgivning som ikke aksepterer internasjonalt anerkjente nettingregler, vil foruten å være eksponert for høyere risiko, også få en dårligere konkurranse situasjon internasjonalt. Motparten til slike aktører vil også være

eksponert for høyere risiko, noe som innebærer høyere kapitalkrav etter de regler som følger av EUs kapitaldekningsdirektiv.

De fleste land med moderne finansmarkeder, herunder Sverige og Danmark, har lovgivning som sikrer at nettingavtaler kan gjøres gjeldende mellom partene for handel i finansielle instrumenter, herunder varederivater, også ved konkurs. Dette er også i tråd med internasjonale anbefalinger. For clearingvirksomhet er netting en av de vesentlige hjørnesteinene i virksomheten. Når motpartsrisikoen reduseres, vil effektiviteten øke blant annet ved at sikkerhetskrav kan reduseres. Forholdene er ytterligere beskrevet i Aarbakkegruppens utredning, jf ovenfor, og forarbeidene til vphl kapittel 10. Flere aktører i finansmarkedet har tatt opp spørsmålet om at dagens nettingregler bør utvides til også å omfatte finansielle instrumenter generelt, og utvalget har fått flere henvendelser fra utenlandske deltakere i det norske kraftmarkedet som påpeker behovet for at nettingreglene gjøres gjeldende også for varederivater.»

Utvalget legger til grunn at varederivater vil omfattes av utvidede nettingbestemmelser i lov om betalingssystemer, dersom varederivater defineres som finansielle instrumenter. Det kan således reises spørsmål ved om det er nødvendig å innføre særskilte nettingbestemmelser for slike kontrakter, ut over det som allerede følger av lov om betalingssystemer mv. Utvalget mener dette er nødvendig, og uttaler (NOU 1999: 29 s. 110):

«For at det norske markedet skal fungere effektivt, med redusert risiko, tilstrekkelig tillit fra aktørene og like konkurransevilkår i forhold til utenlandske aktører og markeder, er det av betydning at det innføres nettingregler for alle finansielle instrumenter, herunder varederivater, også ut over verdipapiroppgjørssystemene. Utvalget vil også påpeke at de konkurransemessige hensyn ved avvikende nettingregler i Norge fra det vanlige i andre land vil kunne føre til at virksomhet hvor slike regler har betydning enten flyttes eller ikke etableres i Norge.»

Høringsinstansenes merknader

Olje- og energidepartementet støtter utvalgets forslag om å utvide nettingsadgangen i verdipapirhandelloven kapittel 10 til å omfatte varederivater. Det vises til at slike bestemmelser bidrar til å redusere risikoen mellom deltakerne i markedet, og til å øke effektiviteten i markedet. *Energiforsyningsens fellesorganisasjon (Enfo)* understreker at en utvidet nettingadgang må omfatte kraftkontrakter som vil kunne falle utenfor definisjonen av «finansielle instrumenter» p.g.a. bl.a. manglende omsettelighet. Det uttales bl.a.:

«Det kan virke som om utvalget mener at det kun er omsettelige kraftderivater som foreslås tatt inn under området for nettingbestemmelsen i vphl § 10-1. Dette vil i så fall være i strid med begrunnelsen for vphl § 10-1 ettersom behovet for en utvidet motregningsadgang i første rekke vil være tilstede ved ikke-omsettelige derivatkontrakter (se Ot prp nr 29 (1996/97) s. 139).

Det er helt sentralt at nettingadgangen gjøres videst mulig med hensyn til hvilke derivater som faller inn under bestemmelsen. Både ikke-omsettelige kraftderivater, derivater knyttet til temperatur, tilsig og nedbør (væriverater) og utslippsderivater basert på for eksempel CO₂-kvoter og grønne sertifikater. Bakgrunnen for at Enfo ber om at nettingadgangen gjøres gjeldende også for disse derivatene (energi,

vær, miljø, etc) er fordi fysiske leveranser og kraftderivater stort sett er utbyttable på det nordiske kraftmarkedet. Dermed er det ingen grunn til å behandle disse ulikt når det gjelder adgangen til motregning (netting).

Hvis slike forskjeller innføres, kan det oppstå situasjoner der foretak som egentlig ønsker å inngå bilaterale avtaler om fysisk leveranse, i mange tilfeller må søke å løse sitt leveransebehov gjennom en kombinasjon av spothandel på Nord Pool og finansielle prissikringsavtaler, på grunn av den større kredittrisikoen ved fysiske leveranseavtaler.»

Enron, Svenska Kraftverksföreningen/Sveriges Elleverantörer og Styrelsen Nordisk Krafthandlarförening gir uttrykk for tilsvarende synspunkter.

Nord Pool støtter også forslaget, og viser til at netting er en forutsetning for Nord Pools utvikling som en nordisk og europeisk kraftbørs.

Norges Bank, Norsk Oppgjørssentral (NOS), Norges Fondsmeglerforbund og Finansnæringens Hovedorganisasjon støtter utvalgets forslag om å utvide nettingsadgangen til å omfatte varederivater, men etterlyser en mer generell utvidelse av virkeområdet til verdipapirhandelloven kapittel 10.

Kredittilsynet slutter seg etter en helhetsvurdering til utvalgets forslag om å utvide nettingsadgangen i verdipapirhandelloven kapittel 10 til å omfatte varederivater, og uttaler:

«Verdipapiroppgjøret er etter Kredittilsynets oppfatning en vital del av all handel med finansielle instrumenter. Et velfungerende oppgjørssystem er avhengig av gode rutiner og en rammeregulering som sikrer en effektiv flyt av transaksjonene gjennom oppgjøret, også ved ekstraordinære situasjoner som konkurs m.m.

Hovedregelen om motregning i insolvenstilfeller finnes i dekningsloven. Motregning som ikke er hjemlet i dekningsloven krever særskilt lovgrunnlag for å kunne stå seg i konkurs. For nærmere bestemte finansielle instrumenter er slikt lovgrunnlag gitt i verdipapirhandelloven kapittel 10. Slike regler er gitt fordi hensynet til den finansielle stabilitet taler sterkt for å beskytte slike avtaler i konkurssituasjoner, og dermed fravike det generelle prinsipp om begrenset motregningsadgang. Spørsmålet her er om det foreligger så sterke hensyn at også kraftderivater bør undergis særskilt lovregulering hva angår motregning. Sikkerhet for oppfyllelse av kontrakten gir naturlig nok særlig tiltit til markedet for denne typen derivater, og vil kunne virke stimulerende for likviditeten i markedet. Imidlertid er dette hensynet isolert sett ikke tilstrekkelig, da det kan anføres i mange avtaleforhold. Som tidligere nevnt i denne høringsuttalelse har ikke kraftderivatmarkedet betydning for den finansielle stabilitet. Derfor vil heller ikke hensynet til finansiell stabilitet være relevant. Kredittilsynet vil likevel framheve det forhold at en utvidet motregningsadgang for varederivater er gjeldende rett i Sverige og Danmark. Hensynet til like rammebetingelser taler derfor sterkt for å innføre adgang til motregning for kraftderivater som i dag gjelder for nærmere bestemte finansielle instrumenter i verdipapirhandellovens kapittel 10.

Aktørene som deltar i kjøp av salg av finansielle instrumenter, finansielle derivater og varederivater står ovenfor et betydelig antall betalingstransaksjoner. Dette innebærer en risiko for aktørene utover den en vanligvis forbinder med deltakelse i verdipapirmarkedene. Motregning (netting) er en effektiv måte å redusere risiko og kostnader på for aktørene, i tillegg vil likviditetsbehovet i oppgjøret reduseres. Disse effektene bidrar samlet til å redusere systemrisikoen i

markedet. Kredittilsynet er videre enig med Utvalget i at nettingreglene og robustheten i verdipapiroppgjørssystemet er en viktig konkurransefaktor for det norske verdipapirmarkedet. Samlet sett er det derfor viktige hensyn som taler for at man også etter norsk rett åpner for motregning av varederivater.»

Ingen andre høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Motregning etter reglene i verdipapirhandelloven kapittel 10 innebærer at kredittrisikoen for én gruppe kreditorer reduseres på bekostning av en annen gruppe kreditorer. Etter departementets syn bør det derfor foreligge særlige grunner for å gi et slikt vern for en kreditorgruppe i konkurs.

Departementet slutter seg imidlertid i hovedsak til utvalgets forslag om at varederivater bør kunne motregnes etter de særskilte reglene i verdipapirhandelloven kapittel 10. For børsnoterte kontrakter vil en slik motregningsadgang legge til rette for økt tillit til markedsplassen, og økt tillit til markedsplassen vil kunne ha gunstige samfunnsøkonomiske konsekvenser. For kontrakter som gjøres opp under medvirkning av en oppgjørssentral vil forslaget kunne bidra til å redusere kostnadene knyttet til en slik oppgjørssentral. Motregningsadgangen bør derfor også gjelde slike kontrakter, uavhengig av om kontraktene er børsnoterte eller ikke. Etter departementets syn er det imidlertid ikke dokumentert et tilstrekkelig behov for å gi et særskilt konkursrettslig vern for varederivatkontrakter som verken er børsnoterte eller som gjøres opp under medvirkning av en oppgjørssentral. Etter departementets syn bør kreditorer etter slike kontrakter likestilles med andre kreditorer i en konkurssituasjon, og departementet vil derfor ikke foreslå at slike kontrakter bør omfattes av de særskilte motregningsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 10.

Det synes som om enkelte høringsinstanser tar til orde for at vphl. § 10-1 også bør få anvendelse for derivater som ikke vil kunne defineres som varederivater. Etter departementets syn vil dette være å gå for langt i å fjerne kredittrisikoen for en gruppe kreditorer på bekostning av andre kreditorer. Videre ville en slik utvidelse av motregningsadgangen til derivater som ikke er finansielle instrumenter, reise vanskelige avgrensingsproblemer mht hvilke derivater som i såfall skulle omfattes.

Under behandlingen av Ot.prp.nr.73 (1999-2001) om lov om børsvirksomhet med mer, vedtok Stortinget å endre vphl. § 10-1 slik at departementet kan gi forskrifter om at varederivater skal kunne motregnes med virkning i konkurs. Finanskomiteens flertall uttalte bl.a. (Innst. O. nr. 3 (2000-2001) s. 59):

«Komiteen vil vise til at den finansielle elhandel i Norge og Norden er ledende i internasjonal sammenheng. Dette fordi Norge og Sverige har vært foregangsland når det gjelder liberalisering av de nasjonale kraftmarkeder. I tillegg har de samme land vært foregangsland når det gjelder å internasjonalisere sine kraftmarkeder ved å innføre et felles nordisk kraftmarked. Komiteen konstaterer at slik utvikling nå også skjer i Europa for øvrig. Frem til i dag har de norske /nordiske markedsplassene for finansiell elhandel vært bortimot alene i Europa, men nå vokser det frem flere elbørser, for eksempel i England, Tyskland og Nederland. Disse elbørsene er konkurrenter til de norske markedsplassene, og har allerede mulighet til å få børskonsesjon i sine hjem-

land. En slik konsesjon betyr blant annet muligheter for etablering som børs i andre EØS-land, deriblant Norge.

Komiteen vil peke på at liberaliseringen av kraftmarkedet i Europa medfører at antall konkurrenter for norske aktører øker. For norske aktører som ønsker å handle med utenlandske selskaper betyr mangelen på lovregulering av oppgjør og clearing at de får et høyere kapitaldekningskrav enn sine utenlandske konkurrenter, eller at utenlandske selskaper ikke ønsker å handle med norske i det hele tatt på grunn av mangel på lovregulering.

Når det oppstår sterkere internasjonal konkurranse, er det avgjørende at de rammebetingelser som de ulike konkurrentene jobber under er harmoniserte. Komiteen vil i den forbindelse særlig peke på to viktige konkurranseulempesom norske markedsplasser og aktører rammes av:

1. Mangel på lovregulering av markedsplassene. Departementet har lagt til rette for at markedsplasser som omsetter kraftderivater kan søke om å få konsesjon som børs selv om kraftderivater i legal forstand ikke er finansielle instrumenter. Komiteen deler departementets vurdering av slik regulering.
2. Mangel på lovregulering av oppgjør og clearing For at norske aktører og markedsplasser skal få tilnærmet like rammebetingelser som sine utenlandske konkurrenter, er det avgjørende at også oppgjøret etter en handel lovreguleres.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Arbeiderpartiet og Sosialistisk Venstreparti, mener det er nødvendig at det innføres motregningsregler eller netting for kraftderivater. Flertallet har merket seg at departementet ikke finner tungtveiende grunner til å løsrive behandlingen av dette spørsmålet fra de øvrige spørsmål om regulering av varederivater, noe som betyr at slike regler neppe vil være etablert før i 2002. Flertallet mener dette er for lang tidshorisont, særlig fordi dette kan svekke den norske markedsplassen for finansiell elhandel.

Flertallet vil derfor foreslå at verdipapirhandelloven endres slik at dette forholdet ivaretas allerede nå.»

På bakgrunn av den forskriftshjemmelen som ble vedtatt har Kredittilsynet arbeidet med å lage et utkast til slik forskrift. Arbeidet er imidlertid ikke kommet så langt at et forslag er sendt på høring. Departementet foreslår på denne bakgrunn å oppheve den særskilte forskriftshjemmelen som ble inntatt i vphl. § 10-1 i forbindelse med Stortingets behandling av børsloven.

10 Økonomiske og administrative konsekvenser

10.1 Innledning

Etter departementets syn vil lovforslaget bidra til å effektivisere norske varederivatmarkeder, noe som vil medføre positive samfunnsøkonomiske effekter. Forslaget vil legge til rette for økt bruk av børs eller autoriserte markedsplasser for varederivater. Dette antas å ville kunne gi muligheter for reell konkurranse mellom markedsplasser i Norge, samt bedring av konkurranseevnen for norske markedsplasser. Økt effektivitet vil som følge av dette kunne gi bedre produkter og lavere priser for brukere av de nasjonale markedsplasser for varederivater.

Det er viktig å unngå overregulering av virksomhet i tilknytning til varederivater. Dette ville kunne føre til redusert bruk av slike instrumenter, og kunne bidra til at markedsplasser for varederivater legges utenfor Norge. Det foreslås derfor en «skrittvis» tilnærming når det gjelder regulering av innsidehandelen og mellommannsfunksjonen, for å unngå slike negative effekter.

Lovforslaget innebærer enkelte økonomiske og administrative konsekvenser for myndighetene og for private aktører.

10.2 Konsekvenser for myndighetene

Lovforslaget innebærer at Kredittilsynet får enkelte nye tilsynsoppgaver, bl.a. gjennom tilsyn av at investorer overholder markedsplassregler (unntatt innsidehandelforbudet) ved handel i varederivater. I forslaget er det lagt vekt på å gi myndighetene et hensiktsmessig redskap for å løse disse tilsyns- og kontrolloppgavene.

De foreslåtte lovendringer forventes å beslaglegge en del forvaltningsmessig kapasitet hos myndighetene i en overgangsperiode. I hovedsak følger dette av at Kredittilsynet får utvidet sitt tilsynsområde ved at både virksomhet som markedsplass og clearing i varederivatmarkedet pålegges konsesjonsplikt og legges inn under tilsyn. Det må forventes at dette vil sette større krav til Kredittilsynets kompetanse og kapasitet, særlig i den fasen aktørene tilpasser seg de nye rammebetingelsene. Dette vil gjelde varederivathandel generelt, men først og fremst i forbindelse med tilsynet med kraftderivatmarkedet.

Lovforslaget inneholder også en del bestemmelser som forutsetter at nærmere regler fastsettes i forskrift. I en overgangsperiode vil dermed departementet og Kredittilsynet måtte bruke ressurser til utarbeidelse av slike utfyllende regler. Dessuten kan markedet, media og andre aktører ha et behov for informasjon i forbindelse med implementering og praktisering av nytt regelverk. Kredittilsynets utgifter utlignes på tilsynsobjektene.

10.3 Konsekvenser for private

For de foretak som pålegges nye plikter vil forslaget innebære økonomiske og administrative konsekvenser.

Lovforslaget vil i en overgangsperiode medføre merarbeid for børs eller autorisert markedsplass som noterer varederivater. Børs eller markedsplass som noterer varederivater vil etter lovforslaget få større ansvar for å fastsette eget regelverk i form av kontraktsvilkår overfor medlemmer og utstedere av varederivater.

Det ovennevnte vil trolig gi en kostnadmessig merbelastning på de foretak som pålegges nye plikter og på børsens eller den autoriserte markedsplassens organisasjon. Det er likevel departementets oppfatning at lovforslaget i sin helhet bidrar til samfunnsøkonomiske gevinster knyttet til ressursbruken i varederivatmarkedet.

11 Merknader til de enkelte bestemmelser

Til verdipapirhandelloven § 1-2 andre ledd nr. 8:

Begrepet «finansielle instrumenter» er et rettslig koblingsord som utløser rettsvirkninger i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover. Dersom varederivater defineres som et finansielt instrument, vil disse rettsvirkningene i utgangspunktet få anvendelse ved handel i og virksomhet knyttet til varederivater. Dette utgangspunktet modifiseres av forslaget til ny § 1-7, se nedenfor.

Forslaget er nærmere omtalt i kapittel 5.

Til verdipapirhandelloven § 1-2 nytt siste ledd:

Bestemmelsen definerer varederivater. Den nærmere avgrensningen er omtalt i kapittel 5.

Til verdipapirhandelloven § 1-5:

Endringen er av teknisk karakter, og innebærer at oppgjørsvirksomhet i tilknytning til varederivater omfattes av loven.

Til verdipapirhandelloven ny § 1-7:

Bestemmelsen begrenser rettsvirkningene i verdipapirhandelloven av at varederivater defineres som finansielle instrumenter. Departementet antar at en positiv oppregning av de bestemmelser som gis anvendelse, er mer oversiktlig enn en negativ oppregning av de bestemmelser som ikke får anvendelse. Etter forslaget gis de generelle bestemmelsene i kapittel 1 anvendelse i forhold til varederivater. Videre gis forbudet mot urimelige forretningsmetoder og mot kursmanipulering i hhv. § 2-5 og § 2-6 anvendelse ved handel i varederivater. Forslaget er nærmere omtalt i kapittel 6. Reglene i lovens kapittel 3 (om meldeplikt), kapittel 4 (om tilbudsplikt og frivillige tilbud) og kapittel 5 (om prospektskrav), får bare anvendelse ved handel i visse egenkapitalinstrumenter og obligasjoner (for så vidt gjelder prospektkrav), og får etter sitt innhold ikke anvendelse ved handel i varederivater. Reglene om verdipapirforetak og ansatte i verdipapirforetak i lovens kapittel 2a, kapittel 7, kapittel 8, kapittel 9 (med unntak av § 9-2, § 9-3 annet ledd første punktum og § 9-4 første og tredje ledd) og kapittel 11 får ikke anvendelse overfor foretak eller ansatte i foretak som utelukkende yter investeringstjenester i tilknytning til varederivater. Forslaget er nærmere omtalt i kapittel 7, med unntak av forslaget om å gjøre § 9-4 tredje ledd gjeldende (omtalt i avsnitt 9.1). Dersom «alminnelige» verdipapirforetak også driver virksomhet i tilknytning til varederivater, vil de alminnelige reglene i lovens kapittel 9 om organisering av virksomheten mv. gjelde i forhold til foretakets handel i varederivater. Virksomhet som oppgjørssentral i tilknytning til varederivater vil omfattes av lovens kapittel 6 (se omtalen i avsnitt 9.1). Videre vil motregningsreglene i lovens kapittel 10 omfatte avtaler om motregning av visse varederivater, jf. nærmere omtale i avsnitt 9.3. De alminnelige reglene om tilsyn (lovens kapittel 12) og sanksjoner (kapittel 14) må gis tilsvarende anvendelse i forhold til varederivater.

Definisjonen av varederivater som finansielle instrumenter utløser også rettsvirkninger etter andre lover. De særskilte rettsvirkningene som følger av verdipapirregisterloven og børsloven er omtalt i hhv. avsnitt 9.2 og kapittel 8.

Til verdipapirhandelloven § 9-4:

Endringen innebærer at all handel i børsnoterte varederivater vil måtte gjøres opp under medvirkning av en oppgjørssentral. Forslaget er omtalt i avsnitt 9.1.

Til verdipapirhandelloven § 9-5:

Endringen er av teknisk karakter. Siden varederivater defineres som et finansielt instrument, er det ikke lenger nødvendig med en særskilt henvisning til slike instrumenter i § 9-5 siste ledd.

Til verdipapirhandelloven § 10-1:

Endringen innebærer at avtaler om motregning (netting) av varederivater som er gjort opp under medvirkning av en oppgjørssentral gis de rettsvirkninger som følger av kapittel 10. Forslaget er omtalt i avsnitt 9.3.

Til børsloven § 1-4:

Siden varederivater foreslås definert som finansielle instrumenter, vil markedsplasser for varederivater kunne søke om konsesjon som børs eller autorisert markedsplass etter de alminnelige reglene i børsloven § 2-1. Det foreslås derfor å oppheve særregelen i børsloven § 1-4. Forslaget er nærmere omtalt i kapittel 8.

Til børsloven § 5-6 første ledd:

Det er behov for en tilpasning i bestemmelsen siden varederivater ikke kan ha finansielle instrumenter som underliggende. Forslaget er nærmere omtalt i kapittel 8.

Finansdepartementet

t i l r å r :

At Deres Majestet godkjenner og skriver under et framlagt forslag til proposisjon til Stortinget om lov om endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (regulering av handel med varederivater).

Vi **HARALD**, Norges Konge,

s t a d f e s t e r :

Stortinget blir bedt om å gjøre vedtak til lov om endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (regulering av handel med varederivater) i samsvar med et vedlagt forslag.

Forslag til lov om endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (regulering av handel med varederivater).

I

I lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel gjøres følgende endringer:

§ 1-2 andre ledd nytt nr. 8 skal lyde:

nr. 8 Varederivater

§ 1-2 nytt fjerde ledd skal lyde:

Med varederivater menes finansielle termin-, -opsjons-, - eller byttekontrakter knyttet til varer eller tjenester. En derivatkontrakt som er gjenstand for omsetning på børs eller autorisert markedsplass regnes alltid som finansiell.

§ 1-5 skal lyde:

Med oppgjørsvirksomhet menes yrkesmessig virksomhet som består i å tre inn som part eller på annen måte garantere for oppfyllelse av avtaler som gjelder handel med finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 4 til 8 og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter.

Ny § 1-7 skal lyde:

§ 1-7 Lovens anvendelse ved handel med og virksomhet knyttet til varederivater

Ved handel med eller ved virksomhet som i hovedsak er knyttet til finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 8, gjelder bare følgende bestemmelser i loven: kapittel 1, §§ 2-5 og 2-6, kapittel 6, § 9-2, § 9-3 annet ledd første punktum, § 9-4 første og tredje ledd og kapitlene 10, 12 og 14.

Departementet kan ved forskrift bestemme at § 2-1 og § 2-2 skal få anvendelse ved handel i finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 8.

§ 9-4 tredje ledd nytt tredje punktum skal lyde:

All handel i børsnoterte finansielle instrumenter nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 8 skal foretas under medvirkning av en oppgjørssentral som nevnt i § 6-1.

§ 9-5 første ledd første punktum skal lyde:

Ved formidling av handel i finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 4 til 8, skal verdipapirforetaket påse at foretaket har betryggende sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser.

Om lov om endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (regulering av handel med varederivater)

§ 9-5 fjerde ledd oppheves.

§ 10-1 første ledd første punktum skal lyde:

Dette kapittel gjelder *varederivater som er gjort opp under medvirkning av en oppgjørssentral som nevnt i § 6-1, fremtidige renteavtaler (FRA), rente- og valutaopsjoner, rente- og valutaterminer, rente- og valutabytteavtaler, og avtaler om handel med valuta.*

II

I lov 17. november 2000 nr. 80 om lov om børsvirksomhet m.m. gjøres følgende endringer:

§ 1-4 oppheves.

§ 5-6 første ledd nytt femte punktum skal lyde:

Opptak til børsnøtering av finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd nr. 8, kan bare skje dersom det foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i den eller de underliggende varer eller tjenester.

III

Loven gjelder fra den tid Kongen bestemmer. Kongen kan sette i kraft de enkelte bestemmelsene til forskjellig tid.

Kongen kan gi overgangsbestemmelser.
