NOU Norges offentlige utredninger **1999: 29**

Varederivater

Utredning fra utvalg med mandat og oppnevning fra Finans- og tolldepartementet 7. juli og 25. september 1998.
Avgitt 28. september 1999.

Statens forvaltningstjeneste
Statens trykning

Oslo 1999

Til Finans- og tolldepartementet

Finansdepartementet ga 7. juli 1998 mandat til et utvalg for å utrede regulering av handel i varederivater. Utvalget ble oppnevnt 25. september 1998. Varederivatutvalget legger med dette fram sin utredning med forslag om regulering av handel i varederivater.

Oslo, 28. september 1999

Gunnvald Grønvik leder
Morten Berg
Heidi Hjellestad
Tore Mydske
Dag Erik Rasmussen
Anneli Raadim
Trine-Lise Novsett
Trond Ulven Ingvaldsen
Linda Virkesdal
Mette Petersen
Ellen Jakobsen
Jo Forfang

Kapittel 1

Utvalgets oppdrag og arbeid

1.1 Oppnevning, sammensetning og mandat

Varederivatutvalget ble gitt mandat i Finansdepartementets brev av 7. juli 1998 til blant annet Olje- og energidepartementet. Brevet gjengis i sin helhet:

> «ARBEIDSGRUPPE – REGULERING AV HANDEL I VAREDERIVATER
>
> 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 markedsplasser. 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.
>
> Finansdepartementet kan gjøre endringer, utdypninger og tillegg i mandatet.» Arbeidsgruppen vil bli ledet av Gunnvald Grønvik i Norges Bank.
>
> Olje- og energidepartementet inviteres med dette til å delta i arbeidsgruppen. Det bes om forslag til en kvinne og en mann som deltaker.»

I brev av 25. september 1998 oppnevnte Finansdepartementet følgende personer i *utvalget*:
- 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
- Seniorkonsulent Anneli Raadim, Norsk Oppgjørssentral ASA
- Spesialrådgiver Kjersti Tøgard Trøbråten, Kredittilsynet
- Rådgiver Lasse Vannebo, Olje- og energidepartementet
- Økonomidirektør Linda Virkesdal, Nord Pool ASA

Finansdepartementet oppnevnte i brev av 22. januar 1999 advokat Mette Petersen, Christiania Bank og Kreditkasse ASA, 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, jf Finansdepartementets brev av 8. juli 1999.

Førstekonsulent Ellen Jakobsen, Kredittilsynet og spesialrådgiver Jo Forfang, Norges Bank ble ved Finansdepartementets brev av 8. oktober 1998 utpekt som sekretærer for *utvalget*.

Finansdepartementet la i brevet av 25. september 1998 til grunn at *utvalget* skulle avgi sin innstilling innen 15. juni 1999. Fristen ble forlenget gjennom Finansdepartementets brev av 21. juni 1999.

1.2 Utvalgets arbeid

Siden *utvalget* ble oppnevnt den 25. september 1998 har *utvalget* holdt 17 møter. Innledningsvis i *utvalgets* arbeid ble representanter fra foretak som gjør bruk av varederivater eller som har varederivater som næring, invitert til å holde innledninger til *utvalgets* møter. Dette har vært representanter fra Statkorn, Statoil ASA, Den norske Bank ASA, Norsk Hydro ASA, Skandinavisk Kraftmegling AS, Nord Pool ASA, Norsk Oppgjørssentral ASA og Enron Nordic Energy.

Utvalgets leder og sekretærer har vært på to dagers studietur i London og møtt tilsyns- og reguleringsenheten Financial Services Authorities (FSA) og andre sentrale myndigheter, institusjoner og aktører innen varederivatmarkedet. I forbindelse med et besøk i USA besøkte *utvalgets* leder den amerikanske tilsynsorganisasjonen Commodity Futures Trading Commission (CFTC) i september 1998 sammen med Finansråden ved ambassaden i Washington DC.

Utvalgets leder og sekretærer og noen av utvalgsmedlemmene har også deltatt i særskilte møter med Fiskeridepartementet, Finansdepartementet og Norges vassdrags- og energidirektorat (NVE).

1.3 Sammendrag og forslag

1.3.1 Kort sammendrag

I *"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver"* i kapittel 2 foretas en generell gjennomgang av framveksten av varederivatmarkeder i verden. Samtidig belyses hvilke behov slike markeder dekker. Det sentrale poenget er at varederivater kan bidra til å sikre prisstabilitet. Varederivatmarkeder vil gi mulighet for planlegging hos aktørene og kan dermed bidra til økt økonomisk effek-tivitet.

I *"Markeder med norske aktører"* i kapittel 3 beskrives norsk virksomhet med varederivater. Her omtales først enkelte markeder der norske aktører er deltakere i de underliggende varemarkeder og dekker sikringsbehov ved bruk av varederivater. Eksempler på dette er Statkorn sin prissikring av kornimport og Norsk Hydro ASA sin sikring av posisjoner i handelen med aluminium. Etter dette omtales markeder der det også er norsk mellommannsvirksomhet. Eksemplet her er Den norske Bank ASA som er mellommann i oljederivater for norske rederier. Til slutt følger en gjennomgang av det norske kraftmarkedet, som er det eneste varederivatmarkedet med norske aktører i alle funksjoner. Det gis en omtale av virksomheten i markedet for underliggende vare, som er det nordiske spotmarkedet for kraft. Det gis en beskrivelse av derivathandelen, som både er handel på markedsplassen Nord Pool ASA og en omfattende otc-handel gjennom mellommenn.

"Noen hendelser fra varederivatmarkedene" i Kapittel 4 dreier seg om enkelte hendelser i varederivatmarkeder som kan avdekke eventuelle reguleringsbehov. Av internasjonale hendelser som omtales er det tyske foretaket Metallgesellschaft sitt tap i forbindelse med oljederivater, det japanske foretaket Sumitomo sin manipulering av koppermarkedet og tulipankrakket i Nederland i 1637. Fra det norske markedet omtales en dom for svindel fra en ansatt i foretaket Fearnley Futures AS. To episoder der clearingsentraler har fått problemer på grunn av inadekvat risikohåndtering blir beskrevet. Deretter omtales en konkurs i kraftmarkedet etter at markedet ble deregulert. Til slutt omtales en begivenhet i kraftmarkedet i form av særlig stor omsetningen i markedet i ei uke i april 1999.

"Behovet for regulering" i Kapittel 5 avslutter det som systematisk vil være den økonomiske delen av rapporten. Det redegjøres for hvilke økonomiske funksjoner som eventuelt skal reguleres. Konklusjonen er at de aktuelle markedene preges av profesjonelle kunder slik at kundebeskyttelse – i snever forstand – ikke i seg sjøl tilsier offentlig regulering. Det samme gjelder hensynet til finansiell stabilitet. Det er imidlertid *utvalgets* vurdering at det i det vesentlige er behov for offentlig regulering for å legge til rette for en «sikker og ordnet handel» i varederivater. Det innebærer blant annet at det må være sikkerhet for oppgjør og for likebehandling av kunder fra mellommenns side. Det må dessuten etter *utvalgets* mening finnes regler som legger til rette for innsyn i markedet (gjennomsiktighet), blant annet for å kunne avdekke forsøk på markedsmanipulering.

"Rettslige forhold" i Kapittel 6 gir en gjennomgang av gjeldende rett i Norge, og en oppsummering av relevante drøftinger av problemstillinger omkring varederivater som ble foretatt i forbindelse med behandlingen av verdipapirhandelloven. Det er også en gjennomgang av gjeldende rett internasjonalt, og her inngår en gjennomgang av en internasjonal anbefaling av standarder for regulering av varederivater (Tokyo-erklæringa). Det er også noe

omtale av mulige utviklingstrekk innen EU/EØS, hvor virksomhet i varederivater i dag ikke er regulert på samme måte som finansielle derivater. I Finland, Sverige og Danmark er varederivater definert som finansielle instrumenter, og faller dermed som utgangspunkt inn under samme regelverk som handel med andre derivater. Disse landene har imidlertid ikke noen egen markedsplass for varederivater, og det begrenser nytteverdien av lærdom fra disse landene.

I *"Utvalgets vurderinger"* i kapittel 7 redegjøres for *utvalgets* vurderinger og forslag til regulering av handel med varederivater. Disse er nærmere omtalt nedenfor, men forslaget er i hovedsak å utvide definisjonen av finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven til å inkludere varederivater. Verdipapirhandelloven forutsetter konsesjon for å drive mellommannsvirksomhet, og det tas sikte på å unngå å stenge ute kraftmeklerne fra markedet. Det foreslås i ny paragraf en adgang til å søke konsesjon for å yte investeringstjenester bare i varederivater, og det drøftes hvilke hensyn som skal gjelde blant annet ved fastsetting av startkapital, kapitaldekning og sikkerhetsstillelse. Ettersom varederivater ikke faller inn under et relevant EØS-regelverk, er det også en drøfting av hvordan norske myndigheter skal stille seg til mellommannsvirksomhet inn i Norge fra annet land og omvendt fra Norge inn i annet land. Diskusjonene er oppsummert nedenfor.

I *"Utvalgets vurderinger"* i kapittel 7 har *utvalget* også i noen grad vurdert bestemmelser om markedsplasser og markeder som følger av forslaget til ny børslov, som *utvalget* finner vil være tilstrekkelig til å sikre en sikker og ordnet handel. I sammenheng med dette drøfter også *utvalget* hvilke hensyn som skal tas ved etablering av eventuelle markeder med «nye» varer som underliggende for derivatet. Det er viktig å redusere risiko i virksomheten og i forbindelse med oppgjør. *Utvalget* antar her at reglene om oppgjørssentral i verdipapirhandelloven passer, og det påpekes at det er meget viktig at verdipapirhandellovens regler om netting også får gyldighet for varederivater. Kredittilsynet forutsettes å få tilsyn også med verdipapirforetaks virksomhet i varederivater. Det er ikke funnet grunnlag for særskilt regulering av de underliggende markeder.

"Lovforslagets administrative og økonomiske konsekvenser" i Kapittel 8 omtaler økonomiske og administrative konsekvenser av utvalgets forslag. For offentlige budsjetter vil konsekvensene trolig være forholdsvis små. For aktørene vil regulering kunne legge til rette for økt effektivitet i markedet.

Kapittel 9 omtaler merknader til de lovmessige endringer og tilpasninger *utvalget* foreslår i *"Utkast til lovendringer"* i kapittel 10.

Til slutt følger ulike vedlegg. Vedlegg 1 er Tokyo-erklæringa. Vedlegg 2 er et sammendrag av to BIS[1] - rapporter om oppgjør av derivathandel henholdsvis over børs og i otc-markedet. Vedlegg 3 er gjeldende verdipapirhandellov.

1.3.2 Nærmere om utvalgets vurderinger og forslag

Ut fra grunnhypotesen i *"Behovet for regulering"* i kapittel 5 om å sørge for en «sikker og ordnet handel» antar *utvalget* at en regulering mest hensiktsmessig kan skje i verdipapirhandelloven med mindre andre hensyn skulle tilsi noe annet. Slike hensyn er ikke funnet, og *utvalget* foreslår definisjonen av finansielle instrumenter etter verdipapirhandelloven § 1-2 andre ledd utvidet til også å omfatte varederivater. Foruten de reguleringsmessige hensyn som er

1. Bank for International Settlement.

beskrevet i *"Behovet for regulering"* i kapittel 5, er det også lagt vekt på likheten mellom varederivater og andre finansielle instrumenter, og at tilsvarende regulering er gjennomført i øvrige nordiske land, og i enkelte land innen EØS-området. Siden varer i seg sjøl ikke er et finansielt instrument, drøfter *utvalget* hvilke varederivater som omfattes av definisjonen av finansielle instrumenter.

En regulering etter verdipapirhandelloven innebærer i utgangspunktet at alle lovens bestemmelser får anvendelse for handel i varederivater, med mindre noen er særskilt unntatt. Om verdipapirhandellovens regler får anvendelse, får betydning for om det er nødvendig med konsesjon for å være mellommann. Når det gjelder handelsreglene, er det særskilt reglene om forbud mot urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandelloven § 2-5 og reglene om forbud mot kursmanipulering som kan ha betydning.

Det er nødvendig med konsesjon for å yte investeringstjenester i finansielle instrumenter på forretningsmessig basis, slik dette er definert i verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd. Dette innebærer at også foretak som bare skal yte investeringstjenester i varederivater som er finansielle instrumenter må ha konsesjon for sin virksomhet, jf verdipapirhandelloven § 7-1 første ledd. Verdipapirforetak som allerede har generell konsesjon må etter forslaget gi melding til Kredittilsynet før det kan ytes investeringstjenester i varederivater. Verdipapirhandelloven § 7-1 tredje ledd inneholder en unntakshjemmel for visse typer investeringstjenester som kan drives uten konsesjon. De foretak som kun yter investeringstjenester i varederivater ved enkelte anledninger som ledd i en yrkesvirksomhet, vil på samme måte som for foretak som yter tilsvarende virksomhet for finansielle instrumenter for øvrig ikke behøve konsesjon etter verdipapirhandelloven § 7-1 tredje ledd nr. 1.

Når det gjelder grensekryssende virksomhet legger *utvalget* til grunn at investeringstjenester i varederivater ikke omfattes at direktivforpliktelsene etter ISD, og at de regler om grensekryssing og filialetablering som gjelder for verdipapirforetak med generell konsesjon ikke kan gjøres gjeldende for foretak som bare yter investeringstjenester i varederivater.

Utvalget har funnet grunn til å foreslå at det kan gis en begrenset konsesjon for foretak som bare skal yte investeringstjenester knyttet til varederivater (varederivatforetak). Virksomhetsreglene etter verdipapirhandelloven kapittel 8 kan ha betydning for kravene om kapitaldekning etter verdipapirhandelloven § 8-10 og sikkerhetsstillelse etter verdipapirhandelloven § 8-13. Når det gjelder regler om organisering av virksomheten etter verdipapirhandelloven kapittel 9 og forholdet mellom verdipapirforetak og deres kunder etter verdipapirhandelloven kapittel 11, foreslår *utvalget* at reglene i det vesentlige også skal gjelde for varederivatforetak. Varederivatforetak som gis slik begrenset konsesjon kan ikke yte investeringstjenester i andre finansielle instrumenter, eller andre varederivater enn de foretaket har konsesjon for. Foretak som derimot har generell konsesjon til å yte investeringstjenester knyttet til finansielle instrumenter, kan også yte investeringstjenester i varederivater. Grunnen er at en generell konsesjon er mer omfattende, og vil oppfylle alle de krav som stilles til foretak som gis konsesjon til å yte investeringstjenester begrenset til varederivater. Adgangen til å yte tjenester knyttet til varens underliggende er avhengig av om tjenesten er konsesjonsbelagt, slik forholdet er for omsetning av elektrisk kraft.

Tilpasningene innarbeides i en ny bestemmelse i verdipapirhandelloven, § 7-12. De øvrige bestemmelsene i verdipapirhandelloven knyttet til investeringstjenester får anvendelse også for verdipapirforetak som bare skal yte investeringstjenester i varederivater.

Varederivater definert som finansielle instrumenter etter verdipapirhandelloven antas å ville bli omfattet av forslaget til ny børslov, jf NOU 1999:3. Den foreslåtte regulering i ny børslov er etter *utvalgets* oppfatning tilstrekkelig for å oppnå det reguleringsmessige behov som er tilstede for markedsplasser for varederivater. Det er vesentlig at det føres et tilfredsstillende tilsyn med handelen i finansielle instrumenter, uansett hvilken konsesjon som ligger til grunn for virksomheten på markedsplassen.

I forarbeidene til dagens børslov heter det i Ot. prp. nr. 83 (1986-87) side 91 at børsen ikke kan drive varebørs. Slik sett er det i dag ikke anledning for børs til å drive markedsplass for varederivater med hjemmel i børsloven. Med en regulering av varederivater som finansielle instrumenter etter verdipapirhandelloven, vil dagens børslov i utgangspunktet også kunne få anvendelse for varederivater, jf børsloven § 1. *Utvalget* kan ikke se vesentlige behov i dag for å organisere varebørser etter dagens børslov. Det antas for tida ikke aktuelt med andre markedsplasser for varederivater i Norge enn for kraft, hvor det er en markedsplass i funksjon. Markedsplasser for varederivater vil også kunne drives av verdipapirforetak, jf *"Markedsplass"* i punkt 7.5.1. *Utvalget* ser ikke grunn til å foreslå noen særskilte regler på dette området før ny børslov er vedtatt.

Utvalget har også drøftet om det er grunn til å regulere otc-virksomhet eller et organisert varederivatmarked for en vare der markedet for underliggende ikke er regulert eller etablert. Et spørsmål her er om tilsynsmyndigheter skal godkjenne produktet eller virksomheten før den settes i gang. *Utvalget* mener at varederivatforetak og verdipapirforetak må kunne drive otc-virksomhet med «nye» varer som underliggende så sant virksomheten er forsvarlig og sikkert drevet. Ved eventuelle varederivater med ny underliggende vare på organiserte markedsplasser, framholder *utvalget* at markedsplassen vil ha hovedansvaret for at virksomheten foregår i ansvarlige former blant annet ved at kontraktene har en forsvarlig utforming, og reflekterer de prisene markedet er interessert i for å sikre sine posisjoner på en betryggende måte. Dette vil måtte begrunnes av markedsplassen som også må sannsynliggjøre at det blir omsetning. Virksomheten vil falle inn under bestemmelsene om clearing, og beslutningen om nye varederivater vil være underlagt tilsyn.

Når det gjelder clearingvirksomhet vil en regulering av varederivater som finansielle instrumenter etter verdipapirhandelloven føre til at clearingvirksomheten knyttet til varederivater reguleres av verdipapirhandellovens kapittel 6.

Etter *utvalgets* oppfatning bør det innføres nettingregler i verdipapirhandelloven kapittel 10 for varederivater for å redusere risikoen og øke effektiviteten i markedet, og for at norske aktører skal få samme konkurransebetingelser som internasjonale aktører. Det antas å være vesentlige effektivitetsgevinster å hente på innføringen av slike regler, også for clearingsentraler.

En regulering som foreslått vil føre til at investeringstjenester i varederivater som finansielle instrumenter underlegges tilsyn av Kredittilsynet, noe som vil føre til et samlet finansielt tilsyn for alle typer derivater. *Utvalget*legger til grunn at lovens straffebestemmelser også vil gjelde for virksomhet med varederivater. Forslaget innebærer også at clearingsentralen og markedsplassen vil være underlagt tilsyn av Kredittilsynet. Dette anser *utvalget*som hensiktsmessig, basert på Kredittilsynets erfaring med finansielt tilsyn, og at det vil være uhensiktsmessig med ulike tilsyn for derivater. Når det gjelder tilsyn med varehandelen som sådan, er det *utvalgets* oppfatning at det ikke er foranledning til å opprette noe spesielt tilsyn ut over det som eksisterer i dag.

1.4 Summary in English

1.4.1 The committee's appointment and work

The commodity derivatives committee was appointed through the Ministry of Finance's letter of 25 September 1998 with the following mandate:

> «The working group shall describe trade in commodity derivatives in Norway, including a description of the activity of various operators and marketplaces. The description shall include settlement activity in the commodity derivatives trading market.
>
> Further, the working group shall evaluate the need for public regulation of such trade and settlement activity related to it.
>
> Finally, the working group shall draw up a precise proposal for rules relating to this field. The Minister can alter, expand or provide a more precise formulation of the mandate.»

The working group was chaired by Gunnvald Grønvik, Director of the Financial Instruments and Payment Systems Department of Norges Bank, and has included participants from relevant ministries, supervisory authorities, exchanges, as well as enterprises that broker commodity derivatives. The secretariat has been recruited from Norges Bank and the Banking, Insurance and Securities Commission (Kredittilsynet).

In connection with the work on its report, the committee has had meetings with Norwegian enterprises that make use of commodity derivatives and companies that broker these derivatives. The chairman and secretaries have met with the Financial Services Authorities (FSA) and other authorities, institutions and participants in the commodity derivatives market in London, and the chairman has also visited the Commodity Futures Trading Commission (CFTC) in Washington D.C. There has also been contact with parties interested in possible new commodity derivatives markets.

The committee hold its final meeting 20 August 1999, and the final report containing the following main points and proposals was submitted to the Ministry of Finance on 28 September 1999.

1.4.2 Summary of the committee's report

Following the introduction and summary, Chapter 2 of the report reviews the development of commodity derivatives markets (globally), and sheds light on the needs covered by these markets. The main point is that commodity derivatives can contribute to promoting price security. This facilitates planning, and can thereby contribute to greater economic efficiency.

Chapter 3 describes Norwegian commodity derivatives activities, and begins with a discussion of some markets where Norwegian participants are end-users and are used to cover hedging requirements. Examples are Statkorn?s price hedging of grain imports and Norsk Hydro ASA?s hedging positions in aluminium trading. This section is followed by a description of markets that include Norwegian intermediaries. The example presented here is Den norske Bank ASA. Finally, a detailed review is provided of the Norwegian market for a commodity derivative - the power market. The review begins with an outline of activities in the market for the underlying instrument, which is the Nordic spot market organised by Nord Pool ASA. This is followed by an account of derivatives trading, both in the marketplace administered by Nord Pool ASA, and extensive OTC trading through intermediaries.

Chapter 4 discusses «events» in commodity derivatives markets, with a view to revealing any need for regulation. Among the international «events» that are discussed are the losses of the German company Metallgesellschaft in connection with petroleum derivatives, the Japanese company Sumitomo?s manipulation of the copper market, and the tulip crash in the Netherlands in 1637. In Norway, «events» are represented by a fraud conviction for the company Fearnley Futures AS, in connection with freight derivatives in 1998. One bankruptcy case in the power market is also noted, and finally, the particularly high market turnover in one week in April 1999 is discussed.

Chapter 5 concludes the economic part of the report with an attempt to clarify any economic functions that should be regulated. The conclusion is that the market is dominated by professional customers (also as end-users), so that there is no need for regulation in the interest of customer protection – in the narrow sense, or in the interest of financial stability. However, «secure and orderly trading» should be ensured. This means that there must be security for settlements and for equitable treatment on the part of the intermediary, and there must also be rules to ensure transparency in the market, among other things in order to uncover attempts at market manipulation.

Chapter 6 reviews current legislation in Norway, and provides a summary of issues concerning commodity derivatives in connection with the deliberations on the Securities Trading Act. A review of international law in this area is also provided, including a review of an international recommendation for standards to regulate commodity derivatives (the Tokyo Declaration). There is also some discussion of possible developments in the EU/EEA. The current status is that a proposal has been tabled, entailing that investment firms? positions in commodity derivatives markets should be included in capital adequacy rules for market risk in the same manner as positions in financial derivatives. There also appear to be some contacts (between the Netherlands and the UK) aimed at establishing an EU regulation of commodity derivatives. In Finland, Sweden and Denmark, commodity derivatives are defined as financial instruments, and are hence subject to the same regulations as trading in other derivatives. However, these countries do not have a separate marketplace for commodity derivatives, and this limits the value of the preparatory work in these countries.

Chapter 7 presents the committee's proposals. This is discussed in further detail in the following section, but it is proposed that the definition of financial instruments in the Securities Trading Act be expanded to include commodity derivatives, and that a new category of investment firm be defined. This type of investment firm would only be granted authorisation for providing investment services in commodity derivatives, and its activities would then be subject to supervision.

Chapter 8 presents economic and administrative implications. The consequences for general government budgets will be limited, since the Banking, Insurance and Securities Commission charges a supervision fee to cover costs. For operators, regulation could lead to framework conditions which ensure that they remain in Norway. Regulation could also lead to changes in the manner in which intermediary operations are conducted, as the requirements for documented routines and the equitable treatment of customers will be strengthened. It must be assumed that this will improve competition, and thus contribute to greater efficiency.

Chapter 9 discusses comments to the statutory amendments and adaptations proposed by the committee in Chapter 10.

Finally, there are the annexes. Annex 1 is the Tokyo Declaration, which is an attempt to formulate an international standard for oversight of commodity derivatives markets. Annex 2 is a summary of two BIS reports concerning settlement of derivatives transactions taking place over bourses and OTC respectively. Annex 3 consists of the Securities Trading Act in the form it has after Chapter 2a came into effect on 1 September 1999.

1.4.3 The committee's proposals

On the basis of the fundamental hypothesis in Chapter 5 of ensuring «secure and orderly trading», it is assumed that regulation must be incorporated in the Securities Trading Act, unless other considerations should indicate otherwise. Such considerations have not been found, and it is therefore proposed that the list of financial instruments be expanded to include «commodity derivatives». This means that the rules of the Act shall apply in principle unless exemptions or adaptations are made.

One main point here is that the rules presupposing an unequivocal «issuer» of the financial instrument are not appropriate. This applies, for example, to the requirements in the Act relating to disclosure of ownership interests and mandatory offers. For the same reason, rules on insider trading fall into an intermediate category, since inside information cannot be obtained from any issuer, even though other types of inside information may exist.

The Securities Trading Act presupposes a licence to engage in intermediary activities, and in order to avoid excluding energy brokers from the market, a new section is proposed providing the opportunity to apply for a licence for providing investment services solely in commodity derivatives. The considerations that should apply with respect to the stipulation of start-up capital, capital adequacy and provision of collateral are discussed. This will be of importance to the work of the Banking, Insurance and Securities Commission and the Ministry of Finance on such matters. Since commodity derivatives do not fall under the EEA agreement, there is also a discussion of the position that should be adopted by the Norwegian authorities regarding intermediary activities into Norway from other countries, and the reverse. The proposal is to attempt to establish a regime corresponding to that applying to activities involving other financial instruments.

The committee has also to some extent evaluated the provisions on marketplaces and markets following from the draft for the new Stock Exchange Act. According to the proposal, commodity derivatives markets may be organised as authorised, licensed marketplaces, or probably also as exchanges. It has been established that this will be sufficient to ensure «secure and orderly trading». In this connection, the committee also discusses the considerations that should be taken into account in the establishment of any markets with «new» products as the underlying instrument for the derivative.

It is important to reduce the risk in the activity and in its settlement. The committee assumes in this respect that the rules in the Securities Trading Act concerning settlements are appropriate, and it is pointed out that it is very important that the Securities Trading Act's rules on netting also be applied to commodity derivatives. In the absence of provisions regarding netting, the possibility that commodity derivatives activities move out of the country in the long term cannot be ruled out.

The committee assumes that the penal provisions of the Act can also apply to commodity derivatives activities, and it further assumes that the Banking,

Insurance and Securities Commission will be given responsibility for supervising investment firms' commodity derivatives activities.

Kapittel 2

Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver

2.1 Innledning

All økonomisk virksomhet innebærer risiko i en eller annen form. I tidlige jordbrukssamfunn representerte tilgang på vann og fare for flom en risiko, og det ble bygd vanningsanlegg og flomvoller for å redusere risikoen. I avanserte industrisamfunn starter for eksempel ikke verksteder store byggeprosjekter som fly og båter før produktene er solgt. For andre varer er det sikkert at markedet der varene kan omsettes er i funksjon, men det er usikkert hvilken pris som vil gjelde. Slik er oljemarkedet i dag, og slik har markeder for jordbruksprodukter vært i flere hundre år. I noen land og for noen produkter er denne usikkerheten eliminert for den enkelte produsent gjennom kollektive ordninger som har offentlig deltakelse og/ eller garanti (som jordbruksavtalen i Norge).

Det finnes en rekke andre eksempler på at markedets ulike aktører har funnet fram til ordninger som kan bidra til prissikring uten medvirkning fra det offentlige. En slik ordning er å etablere markeder for varer som fysisk skal leveres og betales på et framtidig tidspunkt. Der vil leverandører kunne selge varen som er planlagt produsert, til en pris leverandøren har sikkerhet for. Samtidig vil kjøpere kunne sikre seg varer til denne prisen. Slike markeder for varer som skal leveres og betales fram i tid kalles derivatmarkeder, og det første av slike markeder i moderne tid var markedet for landbruksprodukter. I disse markedene kunne salgsorganisasjoner for jordbruket og kornbøndene selge ulike slag korn for framtidig levering til næringsmiddelindustrien som var i sin tidlige fase. Disse derivatmarkedene oppsto omkring 1850 og mange grunnleggende trekk ved slike markeder er de samme som de var ved starten. Det er imidlertid også mange nye utviklingstrekk.

Blant de forhold som har ligget fast er at derivatmarkedene forutsetter et marked for den underliggende varen. Det betyr blant annet at leveringstid, leveringssted og kvalitet må være definert. Det er prisen i det underliggende varemarkedet brukerne får en sikkerhet for ved å bruke derivater.

En endring som har skjedd siden de første varederivatmarkedene ble etablert, er at mange derivatmarkeder i dag aksepterer, eller til og med forutsetter finansielt oppgjør. Ved finansielt oppgjør bytter partene differansen mellom spotpris og innløsningspris på bortfallsdagen, istedenfor å bytte varer mot betaling. Et slikt oppgjør er også avhengig av at markedet for den aktuelle varen fungerer regelmessig, fordi ellers kan ikke partene stole på at spotprisen reflekterer den virkelige verdi på bortfallstidspunktet. Andre endringer gjelder typer kontrakter som inngås, ulike sikringsmekanismer som er gjennomført for å sikre den framtidige leveringen og teknikker som er innført for å rydde opp i kontraktsforholdene mellom aktørene i derivatmarkedene.

I dette kapitlet vil *utvalget* søke å forklare økonomiske mekanismer som er virksomme gjennom å beskrive noen varederivatmarkeders framvekst. En slik tilnærming fører til at de ulike derivatene og risikoen knyttet til disse vil

bli omtalt som en del av derivatmarkedenes framvekst. *Utvalget* har samlet noen sentrale definisjoner i boksene 2.1, 2.2 og 2.3.

Derivater

Et **derivat** er en avtale om en handel på et framtidig tidspunkt til en pris som fastsettes på avtaletidspunktet. Det som skal omsettes kalles derivatets **underliggende aktivum** eller bare**underliggende**. Det underliggende aktivum for **varederivater** er varer og tjenester, i motsetning til **finansielle derivater** som har finansielle instrumenter eller valuta som underliggende aktivum. Verdien på derivatet har nær sammenheng med prisen på det aktuelle under-liggende. Derfor kalles det **derivat** som betyr **avledning** på latin. *Utvalget* vil fortrinnsvis bruke beteknelsen vare istedenfor underliggende aktivum. Den parten som skal levere varer og få betaling kalles **selger** eller **utsteder**. Motparten skal betale for å få varen og kalles **kjøper** eller**innehaver**. *Utvalget* bruker begrepene kjøper/selger om terminer og innehaver/ utsteder om opsjoner.

Utvalget vil i denne utredningen bruke **begrepet «vare»** i vid forstand. Det vil strekke seg fra fysiske produkter som olje og metaller, via kraft, til tjenester som frakt. I britiske og amerikanske markeder er en slik vid begreps-bruk av varederivatets underliggende vanlig. Derivater på finansielle instrumenter, som rente- og aksjederivater er i verdipapirhandelloven definert som finansielle derivater og holdes utenfor varederivatbegrepet. Valuta er i seg sjøl et finansielt instrument, men er i denne sammenheng å betrakte som en vare. Likevel er valutaderivater definert som finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven og holdes utenfor varederivatbegrepet. I noen land, som USA, inneholder den juridiske definisjonen av varer også finansaktiva som derivater på aksjeindekser.

Skillet mellom **kontanthandel** og **terminhandel** varierer fra marked til marked og fra vare til vare. For finansielle instrumenter som aksjer handlet over norsk børs, er levering og betaling i løpet av fire dager (T + 3) etter at handelen er sluttet definert som kontanthandel. Oppgjør utover fire dager anses som terminhandel. I kraftmarkedet defineres handel med kraft for levering det påfølgende døgnet som kontanthandel, mens levering utover dette tidsrommet anses som terminhandel. Markeder der en vare kjøpes og selges kontant kalles **spotmarked** og prisen for **spotpris** eller**flytende pris**.

De grunnleggende kontraktsformene er **terminer** og **opsjoner**. I en terminavtale har både kjøper og selger rett og plikt til å gjennomføre den framtidige transaksjonen. Det er med andre ord symmetri i avtaleforpliktelsene mel-lom kjøper og selger. Terminer deles inn i forwardkontrakter og futurekontrakter.

En **forwardkontrakt** er en avtale om et framtidig kjøp der pris, mengde og kvalitet på varen og tid og sted for levering er bestemt på forhånd. På **oppgjørstidspunktet**, som kalles **bortfallsdagen**, kan terminen enten gjøres opp fysisk eller finansielt. Ved **fysisk oppgjør** leverer selgeren av forwardkontrakten varen, og kjøperen av forwardkontrakten betaler den forhåndsbestemte prisen, **innløsningsprisen**. Ved **finansielt oppgjør** betales forskjellen mellom innløsningsprisen og spotprisen i varemarkedet på bortfallsdagen. En annen beteknelse på finansielt oppgjør er**kontant oppgjør**. *Utvalget* har valgt å bruke **innløsningspris** både om terminer og opsjoner, uavhengig av hvilket marked som omtales. Det kan virke fremmed i enkelte markeder der andre beteknelser brukes. Slike beteknelser kan være **terminpris**, **kontraktspris** eller **avtalepris**. De fleste markeder vil operere med én bortfallsdag. I enkelte

markeder, som det norske kraftderivatmarkedet, er bortfallsdagen flere dager. I dette markedet brukes begrepet leveringsperiode. Både **bortfallsdag** og **leveringsperiode** vil bli brukt i omtalen av kraftderivatmarkedet, men det vil bety det samme. Ei **løpetid** eller en **avtaleperiode**, **handelsperiode** eller **kontraktsperiode** er tida fra derivatet blir utstedt til bortfall.

En **futurekontrakt** er en standardisert termin med **løpende avrekning** (ofte daglig) av verdiendringen siden forrige periode (forrige dag). Futurekontrakten verdsettes løpende (daglig) til markedsverdi og kjøper og selger blir henholdsvis kreditert og debitert i forhold til verdiutviklingen i futurekontrakten i forhold til innløsningsprisen på tidspunktet for avtaleinngåelse. I en forwardkontrakt foretas hele oppgjøret ved bortfall, mens i en futurekontrakt blir verdiendringen byttet mellom partene i løpet av avtaleperioden.

En **swap** er en bytteavtale. Den kan betraktes som en serie forwardkontrakter, der to parter avtaler å bytte kontantstrømmer flere ganger i løpet av avtaletida. Partene bestemmer seg imellom hvor ofte byttet skal foregå. I de mest brukte vareswappene bytter partene spotpris i varemarkedet mot en forhåndsbestemt pris av en bestemt mengde av varen. En annen variant er å bytte prisen på to ulike varekvaliteter, som prisen på bunkersolje mot prisen på råolje.

Innehaveren av en **opsjon** har en rett, men ikke en plikt til å kreve avtalen innfridd. Utstederen har en plikt til å innfri opsjonen. Innehaveren betaler et beløp, en **opsjonspremie**, til utstederen når opsjonen inngås. For opsjoner er det dermed helt ulike forpliktelser for kontraktspartene. Innehaveren av opsjonen har rett, men ikke plikt, mens utstederen har en plikt uten å ha en rett. Det er to hovedtyper av opsjoner, **kjøpsopsjoner** og **salgsopsjoner**. En kjøpsopsjon gir innehaveren rett til å kjøpe varen for innløsningsprisen fra opsjonens utsteder. Tilsvarende gir en salgsopsjon innehaveren rett til å selge varen til utstederen til innløsningsprisen. En opsjon som kan innløses på et hvilket som helst tidspunkt kalles en **amerikansk opsjon**. En opsjon som bare kan innløses på bortfallsdagen kalles en **europeisk opsjon.**

Clearing og markedsplasser

For at avtaleforholdene ikke skal bli for kompliserte, er det vanlig at en spesialisert institusjon, en **clearingsentral**, trer inn i kontraktene til alle aktørene. Dette innebærer at markedet får en **sentral motpart**. Dersom reguleringa ligger til rette for det, kan clearinghuset **motrekne** (**nette**) rettigheter, forpliktelser og penge-strømmer. En fullgod oversettelse av begrepet «clearinghouse» vil være «ryddehus» eller «oppryddingshus», men verdipapirhandelloven bruker «clearing» eller «oppgjørsvirksomhet». Clearing vil bli brukt i denne utredningen. Clearingsentralen er sentral motpart og trer inn som juridisk motpart i en transaksjon for begge partene eller garanterer for oppgjøret. Den opprinnelige avtalen mellom kjøper og selger erstattes av to avtaler, begge med clearingsentralen som den ene parten. Clearingsentralen krever sikkerhet fra partene for å sikre seg mot mislig-hold, og garanterer oppfyllelse av kontrakten. I Norge skjer slik opprydding i kontraktsforholdene på **sluttkundenivå,** mens andre land vanligvis rydder på **mellommannsnivå.**

Standardiserte varederivater omsettes på egne markedsplasser **(varebørser).** *Utvalget* vil i de innledende kapitlene ikke skille mellom børser og andre markedsplasser som etter nasjonal lovgivning ikke tilfredsstiller kravene til en børs. Dette skillet vil imidlertid bli gjennomført fra *"Rettslige for-*

hold" i kapittel 6, når de rettslige forhold beskrives. Varebørser noterer vanligvis futurekontrakter og opsjoner på futurekontrakter, men enkelte børser noterer også forwardkontrakter. På markedsplasser vil det være en forskjell mellom kjøpspris og salgspris. Denne forskjellen kalles **prisgap** eller **spread. Omsetningen** viser det totale antall kontrakter som er omsatt innenfor en gitt tidsperiode. Den **åpne balansen** viser hvor mange av disse som til enhver tid ikke er stengt eller innløst, det vil si som holdes av investorer. **Otc-markedet** (over the counter-markedet) er all handel utenom børs. Ingen har klart å etablere en god norsk oversettelse av otc-begrepet. Den språklige assosiasjonen er at børsprodukter er «hylle-vare» i ferdig faste pakkestørrelser, mens otc- produkter kjøpes «over disk» slik at det kan avtales en spesiell varekvalitet eller kvantitet. Otc-handel foregår direkte mellom to parter, med eller uten medvirkning av mellommann. All handel med banker, verdipapirforetak og varemeklere som ikke innebærer børshandel kalles otc-handel. Verdipapirhandelloven bruker beteknelsen **ikke-standardiserte derivater** om de derivatene som omsettes i otc-markedet. *Utvalget* velger å bruke **otc-derivater**, fordi også i otc-markedet er derivatene i stor grad standardiserte.

Risikoer

Markedsrisiko

Markedsrisikoen ved et kjøp eller salg av en vare er risikoen for at verdien endres fordi vareprisen endres. Den kan deles inn i flere undergrupper som for eksempel likviditetsrisiko, tidsrisiko og kvalitetsrisiko, se for øvrig *"Oljemarkedet"* i punkt 3.3.1.

Markedsrisikoen på en termin er knyttet til absolutt prisrisiko, det vil si at prisendringer på varen gir en proporsjonal endring i verdien av derivatet. En bonde som skal selge svineslakt kan for eksempel selge en termin til en hermetikkfabrikk, og slik sikre risikoen. Denne sikringen vil være stabil ved oppgjør på bortfallstidspunktet.

Markedsrisikoen på en opsjon er mer komplisert enn markedsrisikoen på en termin. Verdien av en opsjon kan splittes i to; den verdien opsjonen har med prisene som gjelder i øyeblikket og den verdien den kan få ved framtidige prisendringer. Den verdien opsjonen har i øyeblikket er forskjellen mellom spotprisen og opsjonens innløsningspris. Dersom spotprisen er lavere enn innløsningsprisen er denne verdien null for en kjøpsopsjon. Men fordi spotprisen svinger, kan spotprisen i framtida bli høyere enn innløsningsprisen, sjøl om den på verdifast-settelsestidspunktet er lavere. Muligheten for at innløsningsprisen blir lavere enn spotprisen har en verdi, fordi det er bedre å ha denne muligheten enn ikke å ha den. Jo mer sannsynlig det er at spotprisen vil bli høyere enn innløsningsprisen, jo større verdi har opsjonen.

Likviditetsrisiko reknes som en del av markedsrisikoen og er knyttet til sannsynligheten for at en stor handel vil påvirke prisen. Det eksisterer dessuten en risiko for at et marked plutselig blir lite likvid på grunn av en uforutsett hendelse. For eksempel kan en krig få en øyeblikkelig innvirkning på oljeprisene. Likviditetsrisikoen vil normalt være mindre for standardiserte derivater som omsettes over børs enn for otc-derivater. Størrelsen på derivatmarkedet og graden av markedskonsentrasjon kan også spille inn.

Kredittrisiko

Med kredittrisiko menes risiko for tap som følge av at en motpart misligholder sine forpliktelser. Begge parter i en termin vil være eksponert for kredittrisiko. For opsjoner er kredittrisikoen ensidig. Innehaveren av en opsjon betaler for opsjonen ved kontraktsinngåelsen, mens utstederen først må innfri sin forpliktelse hvis og når opsjonen innløses. Innehaveren bærer derfor risiko for at utstederen misligholder.

Terminer og opsjoner som omsettes på børser cleares. Clearingsentralen fungerer som motpart eller garantist for begge partene i derivatkontrakten, mot at partene stiller sikkerhet i form av marginbetalinger. Futurekontrakter og opsjoner prises løpende (daglig) til markedsverdi, og gjøres opp slik at kredittrisikoperioden er begrenset (vanligvis til en dag). Gitt at clearingsentralen har tilfredsstillende sikkerhetsrutiner og reserver, vil kredittrisikoen knyttet til børsomsatte derivater vanligvis være betydelig mindre enn kredittrisikoen knyttet til derivater som omsettes i otc-markedene dersom disse ikke er clearet eller sikret på annen måte.

Kredittrisikoen øker dersom prisene på varemarkedene begynner å svinge kraftigere enn tidligere. Da er insentivet til mislighold større for den parten som har tap på derivatet. Tida fram til bortfall spiller også en rolle. Ved lang tid fram til bortfall har partene mindre oversikt over hva som kan skje.

Kredittrisiko ved forfall (oppgjørsrisiko): I noen markeder gjøres hele kontraktsbeløpet (**hovedstolen**) opp ved bortfall. I valutahandel er det vanlig å bytte hele beløpene (hovedstolen). I andre markeder blir bare verdi-endringer gjort opp. For kontrakter der hovedstol byttes ved bortfall, vil både størrelsen og fordelingen av kredittrisikoen på oppgjørsdagen være ulik kredittrisikoen i kontraktsperioden. I perioden mellom oppgjøret for kjøper og selger kan den part som først innfrir sine forpliktelser risikere å tape hele hovedstolen dersom motparten misligholder. Ved en terminhandel mellom yen og dollar vil normalt yen måtte gjøres opp før dollar, på grunn av tidsforskjellen mellom Japan og USA. Den parten som innfrir sist, (i eksemplet den som skal motta yen og levere dollar) vil i teorien bare være eksponert for gjenanskaffelseskostnaden siden denne parten ikke vil innfri sin del av kontrakten dersom motparten misligholder. I teorien er derfor oppgjørsrisikoen asymmetrisk, det vil si ikke likt fordelt mellom partene. I praksis er det imidlertid ofte problematisk å kontrollere om korrekt oppgjør har skjedd før egen oppfyllelse av kontrakten. For varederivater med finansielt oppgjør er det vanlig å bare overføre verdiendringene, det vil si forskjellen mellom spotpris og innløsningspris. Dette begrenser kredittrisikoen ved oppgjør.

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko, omtalt også som **systemrisiko**, er knyttet til utilstrekkelige kontrollsystemer, menneskelig svikt og mangelfull eller feilaktig ledelse og styring. Handel i derivater kan være komplisert og styres ofte av et fåtall spesialister. Disse kan enten sjøl miste oversikten, eller ta større risiko enn det de har anledning til. Operasjonell risiko må antas å være størst for ikke-standardiserte otc-derivater. Standardiserte derivater gir bedre muligheter til oppfølging og kontroll av risikoen.

Juridisk risiko

Juridisk risiko kan defineres som risikoen for tap fordi en inngått kontrakt ikke kan gjennomføres. Juridisk risiko vil ofte være knyttet til faktorer som utilstrekkelig dokumentasjon, at en motpart ikke har lovlig rett til å inngå kontrakten, usikkerhet om lovligheten av en kontrakt eller kontraktklausul, og problemer med gjennomføring av en kontrakt i konkurs eller konkursliknende situasjoner. De relevante lover og reguleringer for derivater er ofte fastsatt før derivatene ble særlig utviklet. For derivater har den juridiske risikoen derfor i stor grad vært knyttet til det å foreta nye aktiviteter innenfor et gammelt regelverk. Et typisk eksempel på juridisk risiko er usikkerheten om motrekningsavtaler (netting) er juridisk bindende i konkurs- og konkursliknende situasjoner. Den juridiske risikoen må antas å være størst for otc-derivater. For standardiserte derivater er avtaleutformingen generelt mer utprøvd, og bør gi opphav til færre rettslige tvister med hensyn til kontraktstolkning.

2.2 Viktige trekk i utviklingen av markeder og produkter

2.2.1 Otc-handel

I markeder der det er stor sikkerhet om en framtidig pris, kan varen kjøpes når det er behov, eller selges når den er ferdig produsert. I markeder hvor prisen svinger uforutsigbart, kan partene bøte på denne usikkerheten ved å lage avtaler som fastsetter hva prisen skal være på et framtidig tidspunkt. Det kan være særlig hensiktsmessig for varer som det tar lang tid å produsere, og hvor det er vanskelig å si sikkert hvor mye som blir produsert.

2.2.1.1 Terminer

De eldste varederivatene er terminer. En termin er en avtale om en handel på et framtidig tidspunkt til en pris som avtales i dag. Både kjøper og selger har plikt til å gjennomføre transaksjonen. I de innledende kapitlene vil *utvalget* bruke begrepene kjøper/selger om terminer og innehaver/utsteder om opsjoner. Det antas at de første europeiske terminene ble utstedt på markeder i Champagne allerede på 1100-tallet. Italienske og flamske handelsfolk møttes for å kjøpe og selge varer. Italienerne brakte med seg silke, krydder, sjeldne metaller og parfymer fra sin handel i orienten, mens flamlenderne solgte ullstoffer, saltfisk, metaller, vin og trelast fra europeiske produsenter. Champagne ble raskt Europas viktigste handelsplass, og tiltrakk seg engelske, russiske og skandinaviske handelsmenn. Forskjellig etnisk og geografisk bakgrunn ga grobunn for disputter om forståelsen av handelsbetingelsene. Som et resultat av diskusjonene vokste det fram en handelskodeks som fylte noe av samme funksjon som våre dagers børsregler. Kodeksen regulerte hvordan kvalitetskontroll skulle utføres, hvordan ulike kvaliteter skulle defineres og tidspunkt og overleveringssted for varene. Opprinnelig var så å si all handel kontant, det vil si at varer og betaling ble utvekslet når salget fant sted. Blant annet fordi det var tungvint å frakte varer med seg over store avstander, utviklet det seg et system med forwardkontrakter eller veksler. De ble kalt *lettre de faire*, og det ble etterhvert en stor omsetning av slike kontrakter. De ble kjøpt og solgt atskillige ganger før varene endelig ble levert til det kontraktsbestemte lageret. De franske føydalherrene som eide jorda der markedene ble holdt, tok en avgift for å stå for beskyttelse, pengeveksling og

varelagre. Etter som markedene utviklet seg ble de mer spesialiserte, med handel i lin og ull i Troyes og lær og skinn i Reims.[2]

Nye store terminmarkeder for jordbruksprodukter vokste fram i forrige århundre. Svine- og okseoppdrettere i USA lagde avtaler med hermetikkindustrien. Begge parter hadde behov for sikring av priser. Korn ble et annet stort terminmarked. Størrelsen på avlingene og kornkvaliteten var svært væravhengig, og ingen kunne med sik-kerhet spå været særlig langt fram i tid. Det var dessuten problemer med å få fraktet kornet. Om høsten solgte Midtvestens bønder hveteavlingene til lokale kornhandlere. Elvene frøs tidlig, så kornhandlerne fikk ikke fraktet kornet videre før isen gikk om våren. De lokale kornhandlerne reiste imidlertid allerede om høsten til Chicago, som var et senter for nordamerikansk kornhandel. De lokale kornhandlerne lagde avtaler med de store kornforretningene der betingelsene for kornleveransen til våren ble fastsatt. Mot sikkerhet i disse kontraktene, fikk de lokale kornhandlerne banklån. Slik kunne de betale bøndene for kornet allerede om høsten. Om våren ble kornet fraktet med båt til Chicago og penger og korn utvekslet.[3] Kontraktene er et eksempel på en termin med hvete som underliggende vare, der pris, mengde, varekvalitet, leveringssted og leveringstid er fastsatt på forhånd. De lokale kornhandlerne er selgere av terminene og de store kornforretningene er kjøpere av terminene.

Risikoen for endringer i markedsprisen kalles markedsrisiko. Det er den grunnleggende årsaken til at varederivater oppsto og fortsatt eksisterer. Utviklede markeder for varederivater er mest vanlig der tilbudt og etterspurt mengde endrer seg raskt og er vanskelig å forutsi. Hvis markedsrisikoen er høy, betyr det at det er stor usikkerhet om hvor spotprisen kommer til å bli liggende i framtida.

En termin kan tilfredsstille aktørenes behov for forutsigbare priser, men markedsrisikoen forsvinner ikke av den grunn. En termin endrer ikke det faktum at spotprisen beveger seg. Hvis spotprisen på bortfallsdagen er høyere enn terminprisen, vil kjøperen av terminen tjene på avtalen. I motsatt fall, ved en lavere spotpris enn terminpris, vil selgeren av terminen være den som kommer heldig ut. En termin kan derfor sammenliknes med et veddemål, der partene vedder om prisen. Blir spotprisen høyere taper selgeren i veddemålet, blir spotprisen lavere taper kjøperen. Å oppfatte vareterminer som veddemål uten nytte når en ser på det for samfunnet som helhet, er imidlertid for enkelt.

Ved bruk av terminer skaper aktører forutsigbarhet om framtidige priser. Dette bedrer forutsetningene for planlegging av økonomisk virksomhet, og er verdifullt for samfunnet som helhet. Ved å gå fra kontantkjøp til framtidige kjøp oppsto det imidlertid en usikkerhet om motparten ville overholde forpliktelsen. Denne usikkerheten kalles kredittrisiko. Markedsrisiko og kredittrisiko er de to viktigste risikoene knyttet til derivathandel, men også juridisk og operasjonell risiko kan være betydelig. I ramme 2.2 behandles viktige risikoer nærmere. Det vises også til vedlegg 2 som er et sammendrag av to BIS-rapporter[4] om risiko og håndtering av risiko i børsnoterte derivater og otc- derivater.

2. Kilde: R.J. Teweles ogF.J. Jones, The futures game, McGraw-Hill, New York 1987.
3. Kilde: International Chamber of Commerce (ICC), Futures and options trading in commodity markets. Paris 1986.
4. Rapportene er utarbeidet av CPSS (Committee on Payment and Settlement Systems). Det er en komité av sentralbanker i G10-landene med sekretariat i Bank for International Settlements (BIS).

2.2.1.2 Opsjoner

I motsetning til terminer som forplikter partene til en framtidig handel, gir en opsjon innehaveren en rett, men ikke plikt til å innfri avtalen. En opsjon gir innehaveren rett til å kjøpe eller selge et spesifisert volum til en spesifisert pris som kalles innløsningsprisen. En kjøpsopsjon gir innehaveren rett til å kjøpe til en forhåndsbestemt pris, mens en salgsopsjon gir innehaveren rett til å selge til en forhåndsbestemt pris. Opsjonsutstederen har i begge tilfeller plikt til å innfri avtalen. En innehaver av en kjøpsopsjon vil innfri (utøve) opsjonen hvis spotprisen ved bortfall er høyere enn innløsningsprisen. Da får innehaveren varen til en lavere pris enn spotpris. Hvis spotprisen er lavere enn innløsningsprisen, utøver innehaveren ikke opsjonen. Trenger innehaveren varen, er det billigere å kjøpe den i spotmarkedet. Innehaveren har dermed sikret seg innløsningsprisen som et øvre tak for betaling, mens spotprisen er et flytende gulv. Innehaveren har kvittet seg med markedsrisikoen knyttet til at prisen stiger over et bestemt nivå. Denne markedsrisikoen har innehaveren overført til utstederen av opsjonen. Utsteder har en motsatt posisjon. Hvis spotprisen ved bortfall er høyere enn innløsningsprisen blir opsjonen innløst, og utstederen får mindre betalt for varene enn ved salg til spotpris. Er spotprisen lavere blir ikke opsjonen innløst, og varene blir solgt i spotmarkedet for den lave prisen. For utstederen er innløsningsprisen en øvre grense for prisen, mens spotprisen er en nedre grense.

Ved å inngå en opsjon overfører innehaveren en spesifisert type markedsrisiko til utstederen. Innehaveren av opsjonen må kompensere utstederen for at denne overtar risikoen for at spotprisen blir høyere enn antatt. Denne kompensasjonen kalles opsjonspremie, og er prisen som innehaver betaler til utsteder for retten til å inngå kontrakten. Jo større sannsynlighet det er for at spotprisen vil ligge over innløsningsprisen, desto dyrere blir opsjonen.

Opsjoner på varer som kaffe, korn, kakao, tulipaner og salpeter ble handlet i Nederland på 1700- tallet. Når seilskutene anløp Amsterdam og Antwerpen med kaffe og kakao, økte tilbudet og prisene sank. Hvor prisen ble liggende var vanskelig å si sikkert på forhånd, blant annet fordi skutene kunne forlise. Det uforutsigelige i tilbud og etterspørsel gjorde markedet velegnet for opsjonshandel.

Det var ikke bare eierne av lastene som utstedte opsjoner i Amsterdam. Det fantes spekulanter som utstedte opsjoner uten å eie den underliggende varen. Innløsningsprisen ble satt slik at den ville bli innløst hvis tilbudet ble lite og prisen høy, men ikke hvis tilbudet ble stort og prisen lav. Spekulantene mente de hadde bedre informasjon om seilskutene som var på vei enn hva markedet for øvrig hadde. Hvis lastene kom inn, sank prisen og opsjonene ble ikke innløst. Utstederen av opsjonen satt igjen med opsjonspremien som gevinst.[5] Å selge noe en ikke eier ved avtaleinngåelse kalles shortsalg. Den engelske beteknelsen brukes også i Norge, men shortsalg kan oversettes med mangelsalg, blankosalg eller stuttsalg. I Sverige sier de blankning. En som selger short tror at prisen i spotmarkedet skal falle. Hvis det virkelig skjer, kan shortselgeren kjøpe varen i spotmarkedet til en lavere pris enn den avtalte.

5. Kilde: International Chamber of Commerce (ICC), Futures and options trading in commodity markets. Paris 1986.

2.2.1.3 Sammensatte derivater

En varehandel kan innebære at deltakerne har flere typer risikoer. For eksempel har en importør som kjøper kaffe fra Brasil og selger den i Norge, både markedsrisiko på kaffeprisen og på endringer i vekslingskursen mellom norske kroner og brasilianske real. I tillegg har importøren kredittrisiko knyttet til motparten. Ved hjelp av derivater kan ulike risikotyper isoleres og styres separat. Slik kan deltakerne sikre seg mot noe risiko og la andre deler stå åpne. En kaffeimportør som ønsker å sikre både valutakursen og kaffeprisen, kan inngå en termin der begge elementene inngår. Slike kontrakter kan ikke kjøpes på børs, så kaffeimportøren må bruke otc-markedet. Et annet alternativ for kaffeimportøren kunne være å sikre seg mot en høy kaffepris, men samtidig ha mulighet til å dra fordel av en lav kaffepris. Det forutsettes at vekslingskursen holdes fast. Derivatet ville da være en valutatermin, med en kjøpsopsjon på kaffe. Avtaler som er kombinasjoner av terminer og opsjoner, eller som gjelder for flere vareslag, kalles sammensatte produkter, hybrider eller eksotiske produkter.

De sammensatte derivatene har også en lang historie. Under den amerikanske borgerkrigen utstedte konføderasjonen (Sørstatene) en 20-årig obligasjon for å finansiere hæren. Obligasjonens pålydende og renter var satt både i franske franc og engelske pund. Det ble altså operert med en fast vekslingskurs mellom pund og franc. Pålydende kunne utbetales i bomull som alternativ til kontanter. I moderne finansspråk ville et slikt produkt blitt kalt for en dual-currency, cotton-indexed bond. Oversettelsen av det er en bi-valuta, bomullsindeksert obligasjon.[6]

Ved å sette sammen forskjellige typer derivater kan det lages en imitasjon av et annet derivat. Imitasjonen vil gi innehaveren de samme forpliktelser og rettigheter som det derivatet som imiteres. Dette kalles et syntetisk derivat. Et eksempel kan være en syntetisk termin. En investor A er innehaver av en kjøpsopsjon og utsteder av en salgsopsjon med samme innløsningspris og bortfallsdag. En investor B selger en termin med samme innløsningspris og bortfallsdag som A. Kontraktene til A og B vil ha identiske forpliktelser og rettigheter. Dersom spotprisen på bortfallsdagen er høyere enn innløsningsprisen vil A innløse kjøpsopsjonen. Innehaveren av salgsopsjonen vil ikke innløse opsjonen fordi spotprisen er høyere enn innløsningsprisen, og det vil derfor lønne seg for vedkommende å selge i spotmarkedet. Investor As fortjeneste vil være forskjellen mellom innløsningspris og spotpris. Det vil den også være for investor B, hvis fortjeneste vil være forskjellen mellom spotpris og innløsningspris. A og B vil også få likt resultat hvis spotprisen ved bortfall er lavere enn innløsningsprisen.

2.2.2 Handel på varebørser

2.2.2.1 Innledning

De første europeiske børsene kom på 1500-tallet i Amsterdam, Lyon og London. I denne perioden ble føydalisme erstattet av markedsøkonomi. Børshandel var én av faktorene som bidro til at endringen av økonomisk system ga et stort oppsving i europeisk handel. The Royal Exchange ble åpnet i London i 1570 og ble senere delt i flere varebørser under navnet London Commodity

6. Kilde: C.W. Smithson, C.W. Smith og D.S. Wilford, Managing financial risk. Irwin, Boston 1995.

Exchange. Med børshandelen fulgte en oppblomstring av mellommannsfunksjonen. Den tidas mellommenn var primært formidlere i handel mellom to parter. I tillegg drev mellommennene egenhandel og overtok markedsrisiko som kjøpmennene ønsket å kvitte seg med. Selv om hoveddelen av handelen var kontantsalg, vokste det fram et forwardmarked.[7]

De første norske børsene kom i 1819 i Christiania og Trondheim. Allerede fra starten ble det holdt vareauksjoner, men Christiania Børs ble først en virkelig varebørs etter århundreskiftet, med notering av fraktrater og forskjellige vareslag. Varenoteringene holdt seg til midten av 1970-tallet, og eggpriser var noe av det siste som ble notert.[8]

Det finnes ingen internasjonal klar og entydig definisjon av hva en børs er eller hva som skiller den fra andre markedsplasser eller funksjoner som utføres av for eksempel mellommenn. Kjenneteknene vil variere med hva som omsettes, hvilket land børsen er i og til hvilken tid. Noen karakteristika ved moderne børser kan likevel stilles opp. Virksomheten er regulert, enten av børsen sjøl, partene som bruker børsen eller av offentlige myndigheter. Produktene er standardiserte med hensyn til mengde, kvalitet, leveringssted og oppgjørstidspunkt. Kjøpspris, salgspris og tilbudt mengde av de ulike produktene offentliggjøres regelmessig, og all børshandel i derivater gjøres mot en sentral motpart.

Børser skiller seg fra andre typer markedsplasser ved at varene som omsettes vanligvis ikke er fysisk tilstede på børsen. Det handles derfor slike varer som det ikke hersker tvil om art eller egenskaper ved som bomull, olje, metaller, sukker, korn, kaffe, elektrisk kraft og aksjer. Viktige motiver for børshandel ligger i aktørenes behov for større sikkerhet og lavere kostnader. Børshandel muliggjør redusert kreditt- og likviditetsrisiko og lavere transaksjonskostnader.

For å sikre oppfyllelsen av børskontraktene vil det vanligvis være et krav at de som har rett til å handle på børsen enten er godkjent av børsen og/ eller har en offentlig autorisasjon. Børshandel har derfor ofte blitt utført av profesjonelle mellommenn på vegne av investoren, men på enkelte børser kan investorer for eksempel fra de underliggende varemarkedene handle uten bruk av mellommann. På flere varebørser finnes det også en kategori kalt «locals», som på norsk kan oversettes med arbitrasjehandlere. Det er mellommenn som fortrinnsvis handler for egen rekning. Deres motiv for handelen er å utnytte kortvarige og vanligvis små prisforskjeller mellom ulike produkter eller markeder. Denne handelen vil bidra til at ubegrunnede prisforskjeller utjevnes.

Som vist i *"Terminer"* i punkt 2.2.1.1 var forrige århundres kornhandel i Chicago preget av store sesongsvingninger i tilbud, etterspørsel og fraktekapasitet. Dette førte til at prisene falt sterkt i innhøstingstida, for så å stige når tilbudet ebbet ut. For å øke handelsaktiviteten og redusere prissvingningene etablerte 85 handelsmenn Chicago Board of Trade (CBOT) i 1848. I starten foregikk handelen i et rom over et mellager, og her møttes medlemmene daglig for å kjøpe og selge korn og andre jordbruksvarer kontant. I tillegg var det handel i forwardkontrakter, som kaltes «to arrive». Disse gjorde det mulig for bønder eller lokale kornkjøpere å levere korn på et senere tidspunkt.

7. Kilder: R.J. Teweles ogF.J. Jones, The futures game, McGraw-Hill, New York 1987 og International Chamber of Commerce (ICC), Futures and options trading in commodity markets. Paris 1986.
8. Kilde: S. Knutsen et. al, Kapitalkilde for næringslivet. Oslo Børs gjennom 175 år. Bedriftsøkonomen, Oslo 1994.

Allerede i 1856 var det mulig å stenge posisjonene ved å inngå en motsatt handel.

Krimkrigen og den amerikanske borgerkrigen gjorde den framtidige etterspørselen etter korn vanskelig å forutsi. Usikkerheten la grunnen for et stort antall spekulanter som begynte å handle forwardkontrakter på korn. Kontraktene skiftet eier mange ganger i løpet av vinteren, og spekulantene hadde ingen intensjon om fysisk levering eller kjøp av korn. En kjøper av en kornforward kunne derfor ikke være sikker på å motta korn på bortfallsdagen. For å opprettholde tilliten til kornmarkedet ble det i 1865 laget felles regler for dette nye papirmarkedet. Reglene omfattet standardisering av leveringsbetingelser for varer og betaling, prosedyrer for å håndtere mislighold og sikkerhetsstillelse ved kontraktsinngåelse. Reglene for sikkerhetsstillelse ble raskt utviklet til et system med periodisk justering av marginkrav, som ble krevd inn etter som prisene endret seg. Innføringen av disse reglene reknes som opprinnelsen til vår tids futurekontrakter.[9]

2.2.2.2 Futurekontrakter

Futurekontrakter er det mest alminnelige derivatet på varebørser, sjøl om noen børser også noterer forwardkontrakter. Dessuten er det vanlig å notere opsjoner på futurekontraktene. Futurekontrakten skiller seg først og fremst fra forwardkontrakten ved at verdiendringen på futurekontrakten overføres fra den ene parten til den andre i tida fra futurekontrakten blir inngått fram til bortfallsdag. Dette kalles løpende eller daglig avrekning. Futurekontrakter vil vanligvis bare omsettes på børser, og vil derfor være strengt standardiserte.

Tradisjonelt har handel på varebørser blitt utført av mellommenn med sete på børsen, på vegne av aktørene. Så snart to parter er blitt enige om å inngå en handel og er blitt overens om prisen, meldes handelen til børsens representant. Detaljene i avtalen som kjøpspris, salgspris og antall kontrakter blir offentliggjort umiddelbart. Dermed kjenner alle aktører til hvilke priser det handles for i øyeblikket, og konsekvensen er at alle kontrakter som handles samtidig, handles til lik pris. I dag har noen varebørser elektroniske handelssystemer som automatisk kopler salgs- og kjøpsordre. Da vil motparten være ukjent.

Futurekontraktene er strengt standardiserte, og gjelder for en bestemt mengde av varen. For eksempel gir én futurekontrakt på aluminium på London Metal Exchange (LME) kjøperen rett til 25 tonn aluminium. Varekvaliteten er spesifisert slik at aluminium som leveres må tilfredsstille helt bestemte krav. Det varierer fra børs til børs hvor mange kontraktslengder som noteres, men det er vanlig med kontraktslengder fra en måned til kontrakter med utløp mer enn 12 måneder fram i tid. Leveringsstedet er spesifisert. For eksempel lagres metall i varelagre over hele verden, mens levering av oljeprodukter kan være knyttet til spesielle punkter på en rørledning. Noen varer leveres direkte til motparten, men det er mer vanlig at kjøperen får et lagerbevis (warrant) som gir innehaveren en rettighet til futurekontraktens underliggende vare i den mengde børskontrakten lyder på. Det har utviklet seg egne otc-markeder for omsetning av slike lagerbevis.

9. Kilder: International Chamber of Commerce (ICC), Futures and options trading in commodity markets. Paris 1986, P. Newman, M. Milgate og J. Eatwell (red.), The new Palgrave dictionary of money and finance 1. Macmillan, London 1992 og Chicago Board of Trade, Futures, the reaistic hedge for the reality of risk. Chicago 1988.

2.2.2.3 Clearing

Clearing er et system der en sentral motpart garanterer for eller trer inn i kontrakten og administrerer varelevering og betaling. Ikke alle markeder løser clearingen helt på samme måte. Nedenfor redegjøres for de sentrale prinsippene bak clearingfunksjonen. De er ikke nødvendigvis helt identiske med den norske clearingen i kraftmarkedet eller for finansielle instrumenter.

Opprydding i kontraktsforhold har vært gjort i lang tid, men eierskap og organisasjonsform for denne funksjonen har endret seg gjennom tidene. Den første nordamerikanske clearingsentralen ble dannet av 17 banker i 1865 for å rydde opp i børshandelen med korn. I amerikansk tradisjonen er clearingsentralen en del av, eller nært knyttet til børsen. Engelske clearingsentraler har derimot tradisjonelt hatt en mer uavhengig posisjon i forhold til børsene.

Den sentrale motparten krever at det stilles sikkerhet som ved behov kan justeres daglig eller innen samme dag. Det er ingen nødvendighet at denne sikkerheten stilles i form av en garanti, sjøl om dette er vanlig praksis. Så snart en handel er meldt til børsen, vil vanligvis avtalen splittes i to ved at clearingsentralen går inn mellom kjøper og selger som motpart i begge avtalene. Alle som handler varederivater over børs får dermed én sentral motpart. Det er ingen nødvendighet at clearingsentralen sjøl inngår som kontraktsmotpart, dersom clearingsentralen på andre måter kan garantere for oppfyllelse av kontrakten. Det innebærer at clearingsentralen er ansvarlig for at kjøperen får riktig kvalitet og mengde levert på rett sted til rett tid, og at selgeren sikres betaling til rett tid. Etter at clearingsentralen er gått inn som motpart, har de opprinnelige partene ikke lenger noen forpliktelser overfor hverandre. Mislighold fra en part får dermed ingen konsekvenser for den andre parten. Der leveringen skjer i form av lagerbevis, er det clearingsentralens ansvar å overlevere disse. Clearingsentralen har ansvar for at varelagrene til enhver tid inneholder varer tilsvarende det antall lagerbevis som er i omløp. Lagrene som brukes er kjent av alle, og må godkjennes av børs og clearingsentral. Clearingsentralen tar vanligvis en avgift for å være motpart som blir belastet kjøper og selger i hver enkelt kontrakt.

For å sikre seg mot mislighold krever clearingsentralen at partene stiller sikkerhet. Denne sikkerheten skal sikre clearingsentralen mot kredittrisiko og markedsrisiko. Kredittrisikoen er risikoen ved at en kontrakt ved handelsslutt først kan stenges dagen etter. Markedsrisikoen er risikoen for prisendring fra en dag til neste. Noen clearingsentraler deler opp sikkerheten i bunnsikkerhet som skal dekke kredittrisikoen og marginsikkerhet som skal dekke markedsrisikoen. Sikkerheten kan stå på egne konti som er pantsatt til fordel for clearingsentralen, eller på egne konti som clearingsentralen disponerer. De beløpene som den enkelte aktør må stille som sikkerhet for handelen, blir returnert sammen med oppsparte renter til aktøren når posisjonen er stengt eller innløst. I Norge står sikkerheten på investors egen konto som er pantsatt til fordel for clearingsentralen. Dette gjelder både for kraftderivater og finansielle derivater.

Ved daglig clearing blir forskjellen mellom gårsdagens og dagens verdi på futurekontrakten bereknet, og overført mellom kjøpers og selgers kontoer avhengig av hvem som har hatt gevinst og tap på kontrakten. Hvis overføringene går over en viss grense, må sikkerheten suppleres. Fordi clearingsentralen har like mange kjøps- og salgsposisjoner, vil clearingsentralen alltid få et nullreknskap i daglige overføringer. På engelsk heter dette systemet «marking to market». «Verdsatt til markedsverdi» kan det kalles på norsk.

Clearing kan foregå på sluttkunde- eller mellommannsnivå. I Norge foregår clearingen på sluttkundenivå både for finansielle derivater og kraftderivater. Det betyr at det er den enkelte investor som er motpart til clearingsentralen. Det norske systemet er ikke vanlig i Europa. London

Clearing House (LCH) har clearing på mellommannsnivå. Den enkelte mellommann er motpart i handelen med clearingsentralen og må kreve sikkerhet av sin kunde (investoren) uavhengig av clearingsentralen. Selv om clearing skjer på mellommannsnivå er det vanlig at det kreves at mellommennene har et krav til sikkerhet hos investoren på samme nivå som mellommannen sjøl må stille. I oppgjøret for finansielle derivater i Norge er mellommennene solidarisk ansvarlige for investorenes forpliktelser.

Ved berekning av sikkerhetskrav til motparten kan clearingsentralen i enkelte land motrekne posisjonene. Motrekning er nærmere behandlet i *"Netting"* i punktene 6.1.1.4 og *"Clearing"* i 7.6.1. Hovedpoenget er at hver investors kjøpsposisjoner blir summert og fratrukket summen av salgsposisjoner. En investor kan ha både terminer og opsjoner i flere vareslag og med forskjellige innløsningstidspunkter. Hvis hver enkelt kontraktstype skulle reknes for seg kunne marginkravene overstige den reelle markedsrisikoen i kontraktene, og begrense investorens handelsvolum. Som en del av motrekningen kan det inngå berekninger av hvordan prisen på kontraktstypene samvarierer. En slik samvariasjon vil ha historiske observasjoner som grunnlag, og når risikoen bereknes, må det vurderes hvor sannsynlig det er at prisene fortsatt vil samvariere etter historisk mønster. Det finnes egne matematisk-statistiske modeller for berekning av risikoen i derivatkontraktene. De baseres som regel på at den observerte statistiske beskrivelsen av prisstigningen også vil gjelde framover. Dette er en forutsetning som kan vise seg ikke å være korrekt. Modellene har bidratt til å effektivisere håndteringen av risiko.

Bruk av en sentral motpart fører ikke til at aktørenes kredittrisiko forsvinner. De opprinnelige avtalepartene bytter ut risikoen for at en av dem misligholder kontrakten med risikoen for at den sentrale motparten misligholder. Denne motpartsrisikoen reduseres som en følge av mange og motgående avtaler. Dessuten er det å ta og håndtere motpartsrisiko den sentrale motpartens hovedvirksomhet. Av egeninteresse vil derfor sentrale motparter ha gode rutiner for å gjøre dette skikkelig. For å sikre at ikke sentrale motparter går konkurs, krever dessuten offentlige myndigheter at clearingsentraler har tilfredsstillende sikkerhet som gjør at de kan tåle situasjoner der mange motparter misligholder.

Kredittrisiko kan deles inn i motpartsrisiko og oppgjørsrisiko. Motpartsrisikoen er risikoen for at motparten misligholder avtalen. Oppgjørsrisikoen er knyttet til at sjølve oppgjørsprosessen fungerer. Et viktig poeng i denne sammenhengen er at oppgjøret, det vil si flyttingen av penger mellom bankkontoer, er avhengig av soliditeten til oppgjørsbanken. Siden det ikke er risiko knyttet til fordringer mot sentralbanken, som jo er utsteder av pengene, kommer oppgjør i sentralbanken her i en særstilling.

Innføringen av futurekontrakter førte til en reduksjon av kredittrisikoen i forhold til forwardkontraktene. Et viktig insentiv til mislighold ble borte med den løpende verdioverføringen mellom partene i avtaleperioden.

2.2.2.4 Likviditet

Et derivat kan sies å være mer likvid dess større mulighet det er for at en aktør i markedet til enhver tid kan kjøpe den risikonøytraliserende posisjonen

(selge posisjonen) med liten risiko for at prisene i markedet endrer seg. Jo større aktøren er i markedet for et varederivat, jo mer sannsynlig er det at aktøren ikke kan nøytralisere posisjonen uten at prisen endres. I prinsippet kan det derfor sies at et varederivat er mer likvid jo mindre prisfall som utløses når en aktør selger en gitt mengde av derivatet.

Dersom en aktør ønsker å kvitte seg med futurekontrakten før bortfall, inngår aktøren en lik kontrakt, men i motsatt posisjon. Dette kalles å stenge posisjonen. For eksempel vil en aktør som ønsker å stenge en posisjon som forplikter til kjøp av tusen fat råolje i september, inngå en kontrakt om å selge tusen fat råolje i september. Siden kontrakten inngås mot en sentral motpart er resultatet at aktøren har en forpliktelse om å kjøpe og selge råolje til samme motpart og forpliktelsen blir nullet ut. Dersom salget av posisjonene skjer i et otc- marked og clearingsentralen ikke er motpart, vil posisjonen måtte kjøpes i markedet og leveres til motparten i otc-kontrakten. Penger vil flyttes motsatt vei av oljen. I så fall har aktøren eliminert markedsrisikoen på posisjonen, men ikke kredittrisikoen. Tvert imot har aktøren kredittrisiko både mot børsen og motparten i otc-kontrakten.

Uttrykket åpen balanse brukes om det antall kontrakter som er inngått, og som ikke er stengt. Hvis den åpne balansen er stor, vil aktørene vanligvis kunne selge større posisjoner uten å flytte prisen enn om den åpne balansen er liten. Størrelsen på den åpne balansen er derfor ett uttrykk for hvor likvid det enkelte marked er.

Likviditeten i et derivat varierer etter hvor lang tid det er til bortfall. Mønsteret er at derivater som er nær innløsning er mer likvide enn derivater med lengre tid fram til bortfall. Dette gjelder sjøl for de største varederivatmarkedene. Et eksempel er West Texas Intermediate Crude Oil (WTI), en futurekontrakt på råolje notert på New York Mercantile Exchange (NYMEX). WTI er antakelig verdens mest børsomsatte varederivat. Den daglige omsetningen av enmånedskontrakter var i 1997 nærmere 70.000. For firemånederskontrakter var omsetningen bare 20.000 og for åttemånederskontrakter under 10.000 per dag.

I praksis finnes det ikke et entydig mål for hvor likvid et bestemt varederivat er. Derimot er forskjellen mellom kjøpspris og salgspris (prisgapet), omsetningsvolumet og den åpne balansen gode indikatorer på likviditeten. Et likvid varederivat forutsetter mange aktører slik at det til enhver tid er noen som er villige til å kjøpe og selge uten at det er stor forskjell mellom kjøps- og salgspris. Liten omsetning gjør det vanskeligere å selge derivatet når aktøren ønsker.

2.2.2.5 To europeiske varebørser med norske aktører

Den viktigste metallbørsen i verden er London Metal Exchange (LME). På LME noteres futurekontrakter og opsjoner på futurekontrakter på aluminium, bly, kopper, nikkel, sink, sølv og tinn. Den opprinnelige kontraktslengden på tre måneder tok utgangspunkt i den antatte seilingstida for skuter som fraktet kopper fra Chile til England. Fordi alle LME-kontrakter skal ha en mulighet for fysisk levering finnes det godkjente varelagre med metaller over hele verden. Fysisk levering skjer i form av lagerbevis (LME-warrants). Lagertallene offentliggjøres av LME, og reknes som den viktigste åpne markedsinformasjonen om tilbud og etterspørsel i det fysiske markedet.

Verden har tre store oljebørser, New York Mercantile Exchange (NYMEX), Singapore Monetary Exchange (*SIMEX*) og den Londonbaserte

International Petroleum Exchange (IPE). IPE ble etablert i 1980 og er medlemseid. Medlemsskap krever autorisasjon fra IPE, og medlemmene må tilfredsstille krav om egnethet og finansiell styrke. Handelen domineres av internasjonale banker og verdipapirforetak. Hver gang en handel er sluttført, leverer partene en kvittering på handelen til børsens representant, som noterer kjøps- og salgspris og antall inngåtte kontrakter. Denne informasjon sender børsen umiddelbart ut til 15.000 aktører i 85 land. IPE lister futurekontrakter og opsjoner på futurekontrakter på nordsjøolje (Brent crude oil), raffinert olje (Gas oil) og naturgass. IPE har en målsetting om å være en energibørs, og naturgass og elektrisitet er nye viktige områder. IPE har dessuten laget et forslag til en børskontrakt for utslippskvoter på CO_2 . Børsen er sjøl ansvarlig for at handelen foregår etter regler for god forretningsskikk, og har en egen avdeling for internkontroll som løpende passer på at medlemmene overholder reglene.

2.2.3 Børs- og otc-handel med finansielt oppgjør

I *"Otc-handel"* i punktene 2.2.1 og *"Handel på varebørser"* i 2.2.2 er det forklart noe om varederivatenes tidlige framvekst. Børs- og otc- handelen med varederivater fortsatte uten store endringene i det tjuende århundret med unntak av verdenskrigene da børshandelen ble midlertidig stoppet. Den store forandringen inntraff i 1970- årene da rentenivået, valutakursene og råvareprisene ble markert mer ustabile. Bretton-Woods- avtalen fra 1944 som stort sett hadde sikret faste valutakurser etter andre verdenskrig, brøt sammen. Med flytende valutakurser ble renten mindre stabil. Varehandelen var liberalisert blant annet gjennom GATT-avtalene, og innen OECD- området liberaliserte de siste landene kapitalbevegelsene i første halvdel av 1980-årene. Oljekrisene på syttitallet førte til kraftige prissvingninger. Også tidligere har prisene i perioder svingt kraftigere enn normalt, særlig i forbindelse med kriger og kriser. Tendensen har likevel vært at svingningene har stabilisert seg på det gamle nivået når uroen gikk over. Den markerte endringen fra 1970-tallet besto i at svingningene ikke stabiliserte seg etter krisene, men forble høyere enn de hadde vært tidligere.

Usikkerheten har ført til en sterk etterspørsel etter finansielle derivater og varederivater. Som eksempel kan det nevnes at i 1995 var gjennomsnittlig daglig kontraktsvolum på LME ti milliarder dollar. IPE omsatte i 1998 daglig derivatkontrakter på femti millioner fat olje. Dette tilsvarer to tredeler av verdens daglige forbruk av olje. For varer som olje og metall er omsetningen av derivater åtte til ti ganger så stor som den fysiske produksjonen.

Finansielt oppgjør har overtatt for fysisk levering på dagens varebørser. London Clearing House (LCH) oppgir at bare en prosent av kontraktene har fysisk oppgjør, sjøl om nesten alle varederivatkontrakter som cleares på LCH har dette som en mulighet. Enkelte børskontrakter har utelukkende finansielt oppgjør. Det gjelder for eksempel kraftderivater på Nord Pool, og fraktderivater på London International Financial Futures and Options Exchange (*LIFFE*).

2.3 Risikostyring

Varederivatbørsenes funksjon er i dag primært prissikring, og fyller i liten grad aktørenes behov for kjøp og salg av varer. Varene kjøpes og selges i spot-

markedet eller ved bilaterale avtaler mellom produsenter, videreforedlere og grossister. Økningen i handelen med varederivater skyldes blant annet at derivater er egnet til å styre markeds- og kredittrisiko. Ved hjelp av derivater kan ulike risikotyper isoleres, og styres separat. For eksempel kan valutarisiko skilles fra markedsrisiko på vareprisen og fra kredittrisiko. Dessuten krever derivatplasseringer svært liten kapitalinnsats sammenliknet med plassering i de underliggende varene. Dette gjør derivatene til kostnadseffektive verktøy for overføring og fordeling av risiko.

2.3.1 Investorer i det underliggende varemarkedet

Foretak som i sin produksjon er avhengig av å kjøpe eller selge varer, har en løpende realøkonomisk eksponering for vareprisene. Eksistensen av varederivatmarkeder betyr at foretak kan velge risikoprofil uavhengig av de bindinger som ligger i foretakets faktiske vareavhengighet. Foretak kan velge å øke risikoen innenfor noen områder og minske den innenfor andre. Foretak kan ha ulik risikoeksponering avhengig av tid, sted og vare. Risikoreduksjon koster noe på samme måte som annen forsikring, så en reduksjon i risiko medfører normalt lavere gjennomsnittlig avkastning.

Når viktige råvarer svinger i pris, kan råvareprodusenter, foredlingsbedrifter og distributører få økt usikkerhet om inntekts- og kostnadsanslag. En høy råvarepris fører ikke med nødvendighet til at en foredlingsbedrift kan øke sine priser tilsvarende. Derivatkontrakter som sikrer foretakene et nedre nivå på inntekter og et øvre på kostnadene, kan dermed bidra til å sikre et driftsresultatet innenfor forhåndsbestemte marginer. Det kan gi større sikkerhet for produksjonsplanlegging og trygge et driftsresultat som sikrer at foretaket kan overholde sine øvrige forpliktelser.

2.3.2 Mellommenn

Sentrale mellommenn i otc-markedet er kredittinstitusjoner, verdipapirforetak og varemeklere. De opptrer enten som formidlere mellom to parter, eller går sjøl inn som motpart i handelen. Ett av bankenes konkurransefortrinn er kredittgivning og det gjør at banker kan tilby sikringskontrakter med kredittelementer. Et eksempel er lån til oljeselskap der renten følger oljeprisen og ikke pengemarkedsrenten. Ulik finansiell styrke er noe av bakgrunnen for at derivatene utvikler seg ulikt avhengig av om det er banker eller verdipapirforetak som er utstedere eller formidlere. For eksempel kan banker ønske swapper som er mer like forwardkontrakter og har større kredittrisiko, mens verdipapirforetak vil tendere mot å tilby swapper som er tilnærmet like futurekontrakter, der kredittrisikoen er mindre. Otc-kontrakter cleares vanligvis ikke, sjøl om dette tilbys av enkelte clearingsentraler. Otc-tilbyderne har derfor vanligvis sjøl markeds- og kredittrisiko på kontraktene.

Et foretak kan ønske å sikre seg med et ikke- standardisert derivat dersom deres kjøp eller salg av varer avviker fra børskontraktens mengde, varekvalitet eller bortfall. Et ikke-standardisert derivat kan skreddersys av en tilbyder i otc-markedet. Det samme gjelder for sammensatte derivater dersom foretaket ønsker å sikre flere typer risikoer samtidig, som for eksempel olje- og valutarisiko. Hvis prisendringer på olje og valuta samvarierer, kan det være rasjonelt å sikre seg mot risikoen i én kontrakt, framfor å sikre hver type markedsrisiko separat.

Noen foretak velger å styre egen risiko, og bruker bare mellommenn som motpart eller til å forestå handel med børskontrakter. Andre foretak kan overlate hele eller deler av risikostyringen til mellommenn. Mellommenn kan tilby analyse av risiko, rådgivning om hvilke kontraktstyper som er velegnet og porteføljeforvaltning av sikringskontraktene.

Oppgjøret av otc-kontrakter vil vanligvis skje ved betalinger mellom partenes banker. Dette forutsetter at partene har dekning. Otc-handel vil derfor normalt være basert på at partene har kredittvurdert hverandre, og har stilt den nødvendige sikkerhet. Dette kan for eksempel være marginsikkerhet eller båndleggelse av underliggende. I perioder med store prisbevegelser, kan enkelte typer sikkerhet bli utilstrekkelig. Det kan være vanskelig å endre sikkerheten og å stenge posisjonene, ettersom otc-markeder definisjonsmessig er mindre likvide enn børser.

De siste tiårenes endringer i teknologi og kommunikasjon har vært en viktig forutsetning for veksten i derivathandelen. Med EDB kunne man foreta beregninger i en størrelsesorden det ikke hadde vært snakk om tidligere, og kompliserte reknemodeller ble utviklet. Satellittkommunikasjon gjorde det mulig å holde oversikt over og handle på markeder over hele verden i sann tid.

2.3.3 Finansielle investorer

Finansielle aktører har to hovedmotiver for handel i varederivater: risikoreduksjon eller risikoøkning (spekulasjon). Ordet spekulant har en odiøs klang, men spekulasjon slik begrepet blir brukt i økonomisk teori, kan fylle viktige funksjoner. Hvis ingen var villige til å spekulere, ville det være vanskelig for aktørene i den fysiske handelen å få redusert sin markedsrisiko. Spekulantene kommer inn i handel med varederivater fordi aktørene er villige til å betale for å bli kvitt markedsrisiko. En spekulant påtar seg risiko mot betaling til en pris motparten er villige til å betale. En parallell er forsikring. Å tekne brannforsikring kan ses på som det samme som å være innehaver av en opsjon. Forsikringspremien tilsvarer opsjonspremien. Opsjonen innløses hvis det brenner. Da betaler forsikringsselskapet forsikringssummen til forsikringstakeren. Forsikringsselskapet er som utsteder av opsjonen en spekulant. På grunn av mengden av forsikringstakere vil forsikringsselskapets inntekter normalt være større enn det selskapet må betale ut. Slik sett lønner spekulasjonen seg. For mange typer risikoer er det vanlig at forsikringsselskapet igjen reduserer sin risiko gjennom reassuranse.

Legater, stiftelser, pensjonsfond og forsikringsselskaper skal gi høyest mulig avkastning til en gitt risiko på forvaltede midler. Ved å spre investeringene på forskjellige formål kan risikoen knyttet til enkeltinvesteringer reduseres. Dette kalles diversifisering, og kan litt folkelig uttrykkes som å ikke legge alle eggene i en kurv. En investor kan diversifisere ved å spre investeringene på forskjellige aktivaklasser som aksjer, obligasjoner, kontanter, eiendom og varederivater. Etter det *utvalget* er kjent med inkluderes i økende grad varederivater som en egen aktivaklasse blant internasjonale forvaltere.

Varederivater kan være velegnet til diversifisering, fordi det viser seg at råvarer ofte har hatt en negativ samvariasjon med aksje- og obligasjonsmarkeder i land som ikke er råvareprodusenter, men som tjener på lave råvarepriser. Det betyr at når avkastningen er høy i aksjemarkedet er den lav på tilsvarende posisjoner i varederivatmarkedene.

Investeringer i enkelte varederivater kan gi svært høy risiko. Med høy risiko følger gjerne muligheten for stor fortjeneste. Dette antas å være én

årsak til at finansaktører som er kjent for å ta høy risiko, blant annet internasjonale høyrisikofond (hedgefond), gjennom hele 1990-tallet har vært aktive i varederivatmarkedene.

2.4 Pris, terminstruktur og volatilitet

For varer som ikke forringes ved lagring, er det likeverdige alternativer å kjøpe varen i dag og lagre den sjøl, og å inngå en termin med framtidig levering. Det innebærer at handel mellom spot- og terminmarkedet (prisarbitrasje), skal tilsi at innløsningsprisen for en termin er dagens pris i spotmarkedet med tillegg for rente-, lager- og forsikringskostnader for tida fram til bortfall. I velfungerende markeder vil denne mekanismen virke, og prismodellen være riktig.

Varer forbrukes og produseres kontinuerlig. Markedet får ny informasjon om tilbud og etterspørsel gjennom begivenheter (for eksempel uvær), og denne informasjonen kan avsløres gjennom handel. Det innebærer at prisene ikke vil være helt stabile. Hvis ny informasjon ikke reflekteres likt eller til samme tid i forskjellige geografiske markeder, vil prisene bli ulike. Det gir mulighet for gevinst ved å kjøpe billig og selge dyrt (arbitrasje) inntil prisene igjen er like. Prisforskjellen er gevinsten til arbitrasjehandleren. Slik handel er i en bestemt forstand risikofri. Det skal ikke være markedsrisiko knyttet til handelen, men kredittrisikoen vil være tilstede.

Svingninger i priser kan måles ved volatilitet. Det er en statistisk beregning av det relative avviket i forhold til et gjennomsnitt i en gitt periode. Hvis en vare har høy volatilitet svinger prisen på varen mye.

På 1980-tallet ble det utviklet nye modeller for å prise opsjoner. Bedre prismodeller etablerte opsjonsmarkeder med finansielle instrumenter som underliggende, og de fikk god likviditet. Prismodellene forutsetter vanligvis stabil volatilitet. *Utvalget* har fått opplyst at modellene ikke har vært like godt egnet til vareopsjoner som finansielle opsjoner, fordi volatiliteten i varemarkedene er mindre stabil enn i finansielle markeder. Det gjør det vanskeligere å beregne risikoen, og å stille priser basert på beregningene.

I velfungerende markeder, der verken spot- eller derivatmarkedet er manipulert, vil det i prinsippet ikke spille noen rolle om terminen blir gjort opp fysisk eller finansielt. Ved finansielt oppgjør skal innløsningsprisen være lik spotpris, og kjøperen av terminen kan gå i spotmarkedet og kjøpe varen for innløsningsprisen. Tilsvarende skal selgeren av terminen kunne gå i spotmarkedet og selge varen til innløsningsprisen. Hvis denne sammenhengen ikke er tilstede, kan aktører arbitrere. Det gjør de ved å inngå et likt antall kontrakter i spot- og terminmarkedet, men med motsatt posisjon. De kjøper de kontraktene som er billige og selger de dyre. Arbitrasjehandelen vil vanligvis føre til at spotpris og terminpris på bortfall er like.

Nyhetsbyråer som Montel, Platts og Reuters samler informasjon om priser i spotmarkedene, og utarbeider prisanslag og indekser som publiseres jevnlig. I markeder der det er vanskelig å observere spotprisen, kan indeksene bli brukt som en erstatning for spotprisen. På børser der sammenhengen mellom terminprisen ved bortfall og spotmarkedet følger hverandre tett, kan terminprisen på bortfallsdagen spille en viktig rolle for hvor spotprisen blir liggende.

Kapittel 3

Markeder med norske aktører

3.1 Aktuelle norske sikringsbehov

Norge har en åpen og råvarebasert økonomi. Landet har store naturressurser som olje, metaller, fisk og skog, og har utviklet en produksjons- og foredlingsindustri knyttet til disse varene. Utbyggingen av vannkraften la grunnlaget for en prosessindustri som både foredler norske og utenlandske råvarer. I transportmarkedet er skipsfarten en betydelig internasjonal aktør. Samtidig som Norge er netto eksportør av produkter fra flere av disse næringene, er Norge netto importør av en rekke andre produkter. Det gjelder blant annet viktige jordbruksprodukter som korn, matolje, sitrusfrukter og kaffe. I varemarkeder der det er mulig å prissikre framtidige kjøp og salg, er handel med derivater ofte blitt en integrert del av virksomheten til norske aktører.

Utvalget har prøvd å danne seg et inntrykk av norske aktørers bruk av varederivater gjennom møter med enkelte aktører. Det gjøres i dette kapitlet rede for de hovedinntrykk som *utvalget* har festet seg ved. Kapitlet innledes med en gjennomgang av markeder der norske aktører bare har en investorrolle, fortsetter med en redegjørelse for markeder med norske investorer og norske mellommenn, og avsluttes med en beskrivelse av et marked med norske aktører i alle sentrale markedsfunksjoner.

For norsk primærnæring har handel i varederivater spilt en lite viktig rolle. Fiskeri- og skogbruksnæringen har få eller ingen markedsplasser for varederivater så langt *utvalget* kjenner til. Det er nylig etablert en markedsplass for papirmasse i London, men *utvalget* har fått opplyst at norske aktører hittil ikke har handlet på denne. For jordbruksprodukter har det i over hundre år vært internasjonale derivatmarkeder, men norsk landbruksnæring har brukt andre måter enn varederivater for å sikre seg mot markedsrisiko. De sentrale forhandlingene mellom organisasjonene i primærnæringene og staten har stort sett sikret produsentene en fast pris, men likevel slik at produksjonsregulering delvis har vært et ansvar for tilbyderne. For en rekke viktige landbruksprodukter har tilbyderne opptrådt kollektivt med staten som motpart. Det kan derfor kanskje sies at staten har overtatt markedsrisikoen på vegne av norske etterspørrere.

Importører, produsenter og grossister som kjøper landbruksvarer som ikke dyrkes i Norge kan sikre seg mot markedsrisiko i internasjonale derivatmarkeder der slike eksisterer. Etter det *utvalget* har erfart, finnes det norske produsenter og grossister i enkelte av disse markedene, men ikke norske mellommenn eller norske markedsplasser.

3.2 Markeder med norske investorer

Norske aktører, som produsenter og distributører i varemarkedene, kan benytte derivater på for eksempel jordbruksprodukter, metaller og frakt for å sikre seg mot markedsrisiko. Enkelte norske investorer handler varederivater notert på utenlandske varebørser, men *utvalget* kjenner ikke til at norske mellommenn benyttes. Bruken av metallderivater er i Norge relativt omfattende, og

på mange måter typisk for norsk industris motiver og praksis i handel med varederivater. Disse aktørene blir derfor beskrevet nærmere nedenfor. Fraktmarkedet beskrives også, sjøl om den norske derivathandelen her er mer begrenset. I spotmarkedet for frakt er det både norske investorer og mellommenn. Det har vært flere forsøk på å etablere mellommannsvirksomhet i fraktderivater i Norge, og det er ikke usannsynlig at norsk mellommannsvirksomhet med fraktderivater vil oppstå med utgangspunkt i tradisjonell skipsmekling.

3.2.1 Jordbruksmarkedet

Derivathandel med korn utgjør en viktig del av norske aktørers handel med jordbruksderivater. Statkorn har ansvar for at tilbud og etterspørsel i det norske kornmarkedet er i balanse, og opplyser at foretaket står for 70 prosent av importen av korn og kraftfôr. Statkorn bruker terminer og opsjoner på korn for å sikre prisen på framtidige leveranser. Det meste av handelen foregår på nordamerikanske varebørser. Den fysiske handelen skjer i otc- markedet (cash grain market) og er kontant- eller terminkjøp med fysisk levering. Kornhandelen kan prissikres med kjøp av futurekontrakter med finansielt oppgjør. Korn som ikke umiddelbart blir solgt videre, kan prissikres gjennom salg av futurekontrakter med finansielt oppgjør. Norske aktører benytter internasjonale varemeklere, banker og verdipapirforetak som mellommenn. *Utvalget* har fått opplyst at andre importører av kraftfôr og korn også bruker varederivater som prissikring.

Internasjonalt finnes det betydelige varederivatmarkeder for blant annet kaffe, kakao, appelsinjuice, sukker, soyabønner og bomull. *Utvalget* er kjent med at enkelte norske aktører i næringsmiddelindustrien har prissikret framtidige innkjøp i derivatmarkedene, men har ikke kartlagt omfanget av virksomheten.

3.2.2 Metallmarkedet

Det internasjonale varederivatmarkedet for metaller er mer enn hundre år gammelt, og norske aktører har gjennom flere tiår sikret markedsrisikoen på kjøp og salg av metaller og malm med bruk av varederivater notert på blant annet London Metal Exchange (LME) (se *"To europeiske varebørser med norske aktører"* i punkt 2.2.2.5). Aluminiumsprodusentene er de største norske aktørene, men også andre smelteverk sikrer seg med metallderivater etter det *utvalget* kjenner til. Etterspørselen etter metaller er konjunkturfølsom, og det har ført til at prisen på metaller generelt sett har svingt mye. Produsentene kan ha usikkerhet knyttet til prisen på malmen de kjøper og metallet de selger. Malm og foredlet metall kjøpes og selges gjennom otc-terminer med fysisk levering eller i spotmarkedet. Aktørene avtaler seg imellom løpetid på terminen og om prisen skal være fast eller følge spotmarkedet. Otc-terminer gjør det mulig for mindre foretak å prissikre innkjøp av metall på en relativt enkel måte. Dette kan for eksempel gjelde foretak i verkstedindustrien. Produsenter kan få en større eller mindre markedsrisiko enn de sjøl ønsker gjennom terminhandel med kunder og leverandører. Også finansiell otc-handel for prissikring av kontrakter kan bidra til dette. Imidlertid kan produsentene kjøpe eller selge standardiserte terminer og opsjoner med finansielt oppgjør på LME for å få den ønskede risikoprofilen. Slike kontrakter omtales ofte som sikring-

sporteføljen, og justeres jevnlig for at produsenten skal opprettholde ønsket risikoprofil når markedsprisene endrer seg.

Representanter for Hydro Aluminium har i møte med *utvalget* opplyst at omsetningen av aluminiumsderivater kan være rundt ti ganger så stor som sjølve produksjonen. Gitt at norsk aluminiumsindustri produserer omtrent en million tonn aluminium i året, betyr det at norske aktører årlig kjøper og selger derivatkontrakter med omkring 10 millioner tonn aluminium som underliggende. Dersom prisen på et tonn aluminium ligger rundt 1200 dollar, vil det omsettes aluminiumsderivater med en underliggende verdi i størrelsesorden 12 milliarder dollar i året hos norske aktører. Fordi det kjøpes og selges kontrakter hver dag, sier ikke dette beløpet så mye om den gjennomsnittlige eksponeringen i metallderivater. Tallene forteller likevel litt om omfanget av handelen. Ettersom bauxittgruver og foredlingsindustri trolig har fysiske produksjonsforpliktelser framover i tid, vil likevel ikke eksponeringen i aluminiumsderivater gi et uttrykk for aktørens framtidige eksponering overfor aluminiumsprisen.

Det kreves medlemsskap for å kunne legge inn ordre på LME. Norske aktører bruker internasjonale banker og verdipapirforetak med medlemsskap på LME som mellommenn i handelen. Hydro Aluminium er clearingmedlem på LME, og det innebærer at Hydro Aluminium er motpart ved clearing på London Clearing House (LCH). Andre norske bedrifter som handler på LME vil ikke bli stående som clearingsentralens motpart i handelen, det vil mellommannen gjøre.

I tillegg til sikringsporteføljen kan aktørene ha en portefølje for egenhandel. Aktørene motiverer sin egenhandel med at de ønsker å utnytte sin markedskunnskap til å skape ekstra fortjeneste, og denne handelen må betraktes som rene finansielle investeringer, eller spekulasjon i varederivater.

3.2.3 Fraktmarkedet[10]

For varer som fraktes sjøveien, finnes det et forholdsvis nytt marked der aktører kan sikre prisen på frakten (fraktratene). Norske foretak som kan bruke fraktderivatmarkedet til sikring er rederier, befraktere og foretak som skal frakte varer. *Utvalget* er kjent med at et begrenset antall norske rederier sikrer fraktratene, men er ikke kjent med at transportkjøpere er aktive i markedet. *Utvalget* har heller ikke opplysninger som tyder på at norske skipsmeklere, kredittinstitusjoner eller verdipapirforetak formidler denne typen derivatkontrakter etter at Fearnley Futures AS la ned virksomheten i fraktmekling.

Bortsett fra svingninger i prisen på bunkersolje, er det endringer i tilbud og etterspørsel etter frakt som påvirker fraktratene. Tilbudet bestemmes blant annet av forholdet mellom skip som går i opplag, opphugging og nybygging, og kan synke midlertidig når havner og sjøveier som Suez- eller Panamakanalen blir stengt eller overbelastet. Etterspørselen etter frakt følger etterspørselen etter varene som fraktes. Tankfart og tørrlastfrakt er svært følsomme for prisendringer på olje, kull og malm. En tradisjonell måte å redusere markedsrisikoen i fraktmarkedet, har vært å inngå langsiktige avtaler, tidscertepartier. De siste årene har det også vært mulig å sikre ratene gjennom terminer.

10. Utvalget har ikke møtt aktører i fraktderivatmarkedet og har en del av opplysningene fra skriftlig materiale fra Clarkson Securities Ltd i London.

Varederivater som noteres må være strengt standardiserte. I skipsfart varierer størrelsen på båt og last, og standardiseringen er gjort gjennom å lage en indeks sammensatt av fraktratene i spotmarkedet for 11 tørrlastruter. Indeksen kalles Baltic Freight Index (BFI), og på denne indeksen noteres futurekontrakter. Futurekontraktene handles på Baltic International Freight Futures Exchange (BIFFEX) som nå er en del av den engelske derivatbørsen London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE). Et titalls internasjonale skipsmeklere gir daglig informasjon om hvilke rater som gjelder i spotmarkedet, blant dem et norsk foretak. Ut fra denne informasjonen fastsettes spotprisen på indeksen. Flere indekser er under utvikling. Det noteres også opsjoner på futurekontraktene.

Derivathandelen har foreløpig et mindre omfang enn spothandelen, sjøl om forholdet mellom spot- og derivathandel har variert sterkt gjennom nittitallet. I 1992 startet handel i forward freight agreements (FFA). FFAene var i utgangspunktet basert på individuelle fraktruter fra BFI. FFAer omsettes i otc-markedet, primært av skipsmeklere.

3.3 Markeder med norske investorer og mellommenn

Oljeindustriens motiver og praksis i bruk av varederivater har mange likhetstrekk med metallprodusentenes (se *"Metallmarkedet"* i punkt 3.2.2). Oljemarkedet er det eneste varederivatmarkedet utenom kraftderivatmarkedet der *utvalget* er kjent med at norske mellommenn aktivt yter mellommannstjenester.

3.3.1 Oljemarkedet

Oljemarkedet reknes som et av verdens største varemarkeder, og det antas at oljederivatmarkedet på verdensbasis er omtrent åtte ganger større enn oljeproduksjonen. Oljeprodusentene er de største norske sikringsaktørene i markedet for oljederivater. Oljeindustrien utvinner olje sjøl. Deres primære sikringsbehov er knyttet til salg av råolje og raffinater. Råolje kan raffineres til et betydelig antall ulike kvaliteter. Oljeselskapenes fordeling mellom salg av råolje og raffinater bestemmes blant annet av prisforskjellen mellom oljekvalitetene, raffineringskapasiteten og lager- og transportkostnadene. Hvor stor andel av totalsalget som prissikres, avhenger blant annet av hvor stor risiko oljeprodusenten ønsker å sitte igjen med, og evnen til å bære risiko.

Utvalget har fått opplyst at norske oljeprodusenter primært bruker internasjonale banker og verdipapirforetak som mellommenn i handelen med oljederivater ved handel på varebørser som International Petroleum Exchange (IPE) og New York Mercantile Exchange (NYMEX). Slike mellommenn benyttes også som motpart ved bruk av otc-derivater. Internasjonale banker utstedte allerede på syttitallet otc-derivater som for eksempel oljeswapper.

Norske rederier og flyselskaper derimot bruker norske banker som mellommenn for å prissikre kjøp av bunkersolje og flybensin. Banker vil som hovedregel sjøl være motpart i otc-kontrakten, og det gir slike banker markedsrisiko og kredittrisiko. Banker har et system med kredittvurdering og kreditsummer for å sikre kredittrisikoen. Den markedsrisikoen en bank ikke ønsker å bli sittende med, vil bli sikret ved å inngå motsatte posisjoner. På et møte i *utvalget* gjorde en representant for en norsk kredittinstitusjon nærmere rede for markedsrisiko i varederivatmarkeder. Markedsrisiko kan for eksem-

pel deles inn i fire grupper: åpne posisjoner, tidsrisiko, kvalitetsrisiko og likviditetsrisiko. Åpne posisjoner er posisjoner som ikke er sikret. En aktør kan velge å ha en åpen posisjon som en investering, eller fordi det er et problem å finne tilfredsstillende sikringskontrakter. Tidsrisiko oppstår når det som skal sikres og sikringskontrakten ikke har samme bortfall. Da vil enten den opprinnelige kontrakten eller sikringskontrakten ei tid være udekket. Selv om bortfallet er likt, kan kontrakter med ulik lengde ha midlertidige prisforskjeller fram til bortfall (se *"Metallgesellschaft og oljederivater 1993"* i avsnitt 4.2). Hvis kontraktene stenges før bortfall, kan aktøren i slike tilfeller få et tap. Kvalitetsrisiko kan oppstå når de underliggende varene på det opprinnelige derivatet og sikringsderivatet ikke er identiske. At kvalitetsrisikoen i en unormal situasjon kan bli meget stor er oljeselskapet Elfs terminsalg av flybensin et eksempel på. Like før Gulf-krigen i 1990 inngikk Elf otc-terminer med en kunde der Elf forpliktet seg til å levere flybensin. For å sikre markedsrisikoen kjøpte Elf futurekontrakter på fyringsolje på New York Mercantile Exchange. Prisen på fyringsolje og flybensin har vanligvis stor samvariasjon, så otc-terminen var tilsynelatende godt sikret. Før bortfall av kontrakten startet krigen, og det amerikanske flyvåpenet kjøpte opp all tilgjengelig flybensin. Prisgapet mellom de to kvalitetene økte dramatisk. Elfs sikringsforretning var dermed ikke tilstrekkelig. Likviditetsrisiko kan oppstå når en aktør ikke klarer å stenge posisjonen uten at prisen flyttes. Liten handel i terminen eller en stor posisjon er mulige årsaker. Standardiserte derivater med lang løpetid har tradisjonelt lavere likviditet enn derivater med kort løpetid, og det er en av grunnene til at aktører kan velge å prissikre langsiktige forpliktelser med kortsiktige derivater.

3.4 Kraftmarkedet

3.4.1 Innledning

Kraftmarkedet er det eneste fullstendige norske varederivatmarkedet, med både investorer, mellommenn og markedsplasser. Dette har sammenheng med at Norge var et av de første landene i verden som deregulerte kraftmarkedet. De andre nordiske landene fulgte etter og endret sine energilover i løpet av nittitallet. Dereguleringa pågår fortsatt i Danmark. Norske aktører har betydelige interesser i prosessen med å implementere EUs kraftmarkedsdirektiv, som legger til rette for økt konkurranse og vil føre til en gradvis åpning av kraftmarkedene i alle EØS-landene. Det er usikkert når kraftmarkedet i alle EU-landene i praksis er deregulert, men det vil trolig ta minst tre til fem år. Dette innebærer likevel at det vil bli et stort europeisk kraftmarked i løpet av forholdsvis kort tid. Valg av løsninger og vilkår i de forskjellige landene vil ha betydning for prisene i hele området. Det er fysiske forbindelser mellom landene, og dermed krefter som arbeider for prisutjevning. Derivatmarkedet med kraft som underliggende vil dermed – helt eller delvis – kunne dekke sikringsbehovet i store deler av Europa.

3.4.2 Energiloven

Ny energilov for Norge trådte i kraft 1. januar 1991. Et av siktemålene med energiloven var å effektivisere kraftmarkedet. Loven la til rette for at monopolvirksomhet og faste priser i produksjon og omsetning av kraft skulle erstattes med konkurranse og markedsbestemte priser. Energiloven innførte en kons-

esjonsordning for fysisk omsetning av kraft. Enheter som omsetter kraft eller som kan stå i en eller annen form for monopolsituasjon, må ha omsetningskonsesjon. Omsetningskonsesjon gis av Norges vassdrags- og energidirektorat (NVE).

Nettvirksomheten, som er definert som et naturlig monopol er underlagt tilsyn fra NVE. Netteiere skal over tid sikres en rimelig avkastning på investert kapital ved effektiv drift. Tariffene for kraftoverføring bør i størst mulig grad gjenspeile kostnadene ved å bygge og drive nettet. Brukerne av nettet må ikke diskrimineres, men tilbys like tariffer justert for forskjeller i blant annet brukstid og leveringskvalitet. Aktører tilknyttet nettet, det vil si produsenter og forbrukere av strøm betaler en punkttariff til sin lokale netteier, og har derved adgang til hele markedet/nettet. Punkttariffsystemet sikrer alle adgang til nettet på like vilkår, og er en avgjørende forutsetning for en effektiv kraftomsetning.

Som en naturlig videreføring av den omlegging energiloven innebar for norsk kraftforsyning, ble den tidligere forvaltningsbedriften Statkraft delt i en konkurranseutsatt enhet, Statkraft SF (Statkraft), og en monopolbasert enhet, Statnett SF (Statnett) som ble opprettet 1. januar 1992 med ansvar for monopolfunksjonene. Statnett er systemansvarlig i Norge. Systemansvaret innebærer blant annet ansvar for driftssikkerheten i det norske kraftsystemet, og ansvar for at det til enhver tid er balanse mellom forbruk og produksjon av kraft.

Energireformen førte videre til en sammenslutning mellom Statnett og Samkjøringen av kraftverkene i Norge (Samkjøringen) med virkning fra 1. januar 1993. Gjennom sammenslåingen med Samkjøringen fikk Statnett også ansvaret for å organisere handelen mellom aktørene i kraftmarkedet. Driften av den innenlandske markedsplassen og koordineringen av utenlandshandelen ble skilt ut i det heleide datterselskapet Statnett Marked AS (Statnett Marked), stiftet 22. desember 1992.

3.4.3 Nord Pool[11]

Statnett Marked startet sin virksomhet 1. januar 1993, og videreførte de organiserte kraftmarkedene som Samkjøringen hadde utviklet og drevet. Foretakets formål var å organisere kraftmarkeder med ulike tidshorisonter. Foretaket skulle også på vegne av Statnett forestå utenlandshandelen med kraft i organiserte markeder, og foreta avrekning, utarbeide statistikk og utføre annen virksomhet med tilknytning til organisering av kraftmarkedene.

Statnett Markeds markeder omfattet allerede fra starten et spotmarked (Elspot) og et terminmarked (Eltermin). Elspot er et marked for fysisk kraftomsetning det kommende døgnet, og tilpasser kraftflyten ved flaskehalser i nettet. Eltermin startet som et ukemarked med forwardkontrakter med fysisk levering der aktørene kunne sikre seg mot framtidige svingninger i kraftprisen. Terminene i ukemarkedet ble i løpet av 1993 utvidet fra et halvt år til ett år. De viktigste aktørene i markedet har vært kraftprodusenter, distribusjonsselskaper, industriforetak og tradere.

De nordiske energiministrene la gjennom Louisiana-kommunikeet i juni 1995 grunnlaget for et felles nordisk kraftmarked. I desember samme år tok Stortinget til etterretning regjeringens melding [12] om organisering av

11. Hovedkilde til dette avsnittet er Nord Pool.
12. Stortingsmelding nr. 11 1995/96.

krafthandelen og en felles markedsplass for Norge og Sverige. Den 1. januar 1996 ble Statnett Marked en felles markedsplass for kraft for Norge og Sverige. For de norske aktørene innebar ikke dette en grunnleggende endring, men flere aktører og et større volum ga økt likviditet. Det svenske nettselskapet Affärsverket Svenska Kraftnät overtok den 26. april 1996 halvparten av eierskapet i Statnett Marked for 52,5 millioner kroner. En forutsetning for overdragelsen var at det ikke ble etablert en konkurrerende markedsplass i Sverige. Samtidig skiftet markedsplassen navn til Nord Pool ASA (Nord Pool). Den 15. juni 1998 ble Finland integrert i det nordiske kraftområdet. I mai 1999 vedtok Danmark en ny energilov, og Jylland og Fyn ble integrert i det nordiske kraftområdet 1. juli 1999. Ambisjonen er at Sjælland skal følge etter fra andre kvartal år 2000.

Nord Pool organiserer i dag omsetning av standardiserte fysiske kraftkontrakter i Elspot som er et fysisk marked, og standardiserte finansielle kraftkontrakter i Eltermin som er et finansielt marked. I tillegg driver Nord Pool clearing- og informasjonsvirksomhet. Nord Pool ser sin rolle som et nøytralt verktøy for kraftmarkedet i Norden, og mener markedsplassen bidrar med en mekanisme for prisfastsettelse som gir et troverdig prissignal til kraftmarkedet. Prisen brukes som referansepris for krafthandelen i Norden, og prissignalet har slik en direkte innvirkning på bedriftene, husholdningene og det offentliges pris på kraft.

3.4.4 Spotmarkedet for kraft

Handel i spotmarkedet kan føres tilbake til begynnelsen av 1970-tallet da handel med standardiserte kontrakter startet. I Elspot handles rundt 25 prosent av forbruket i Norden. Resten dekkes av energibrukeres egen produksjon, og ved bilateralt kjøp og salg. En del av de bilaterale kontraktene er faste langsiktige industrikontrakter hvor priser og vilkår er fastsatt av Stortinget. I perioder med store avvik i forhold til forventede forbruks- eller tilsigsforhold, har Nord Pool relativt sett en større markedsandel enn under normale forhold.

Elspot er et marked med timeskontrakter for fysisk kjøp og salg av kraft for levering neste døgn. Prisberekningen er basert på balanseprisen mellom tilbud og etterspørsel fra alle aktørene. Når det er ønske om å overføre et større volum i overføringsnettet enn det som er fysisk mulig, vil det oppstå flaskehalser. Ved flaskehalser i det norske overføringsnettet er Statnett pålagt å løse dette ved å etablere flere prisområder. Systemet gir høyere priser i underskuddsområder (områder der produksjonen er mindre enn ønsket forbruk ved en felles systempris), og lavere priser i overskuddsområder. Denne modellen innebærer at anmeldingene (budene) i Elspot må være knyttet til et fysisk punkt for levering og uttak av kraft. Metoden skal føre til at alle aktører står overfor kraftpriser som gjenspeiler de underliggende markedsforholdene som blant annet knapphet på overføringskapasitet. Prisområdene ble tidligere kalt anmeldingsområder, men kalles nå elspotområder, og kan for eksempel være Østlandet, Vestlandet, Midt-Norge og Nord-Norge. For hver time i døgnet bereknes det en systempris og en områdepris for hvert elspotområde. Systemprisen forutsetter at det ikke er overføringsbegrensninger i det nordiske hovednettet. Dersom det ikke er overføringsbegrensninger blir alle områdeprisene lik systemprisen. Dersom kraftflyten mellom to eller flere elspotområder overskrider kapasitetsgrensene, bereknes ulike områdepriser. Systemprisen er referansepris for Eltermin og i otc-markedet.

Modellen med geografiske områder for å håndtere begrensninger i kapasiteten brukes også mellom de nordiske landene. Internt i Sverige, Finland og Jylland/Fyn håndteres flaskehalser ved hjelp av motkjøp. Det innebærer at nettselskapene (systemansvarlig) dekker kostnadene ved flaskehalser. Det er et nært samarbeid og en klar rollefordeling mellom Nord Pool og de systemansvarlige i det enkelte land: Statnett i Norge, Svenska Kraftnät i Sverige, Fingrid i Finland og Eltra på Jylland/Fyn.

3.4.5 Pris og volatilitet

Norge står i en særstilling med nær 100 prosent av kraftproduksjonen fra vannkraft. Med dagens kapasitet på i overkant av 27.000 MW installert kapasitet kan det i et år med normal nedbør produseres 113 TWh. Som følge av variasjoner i tilsiget til vannkraftverkene kan den faktiske produksjonen variere med pluss/minus 20 TWh fra år til år. Denne variasjonen i produksjonsevnen gjenspeiles i variasjonene i markedsprisene. Endringer i klima og temperatur bidrar også til usikkerhet når det gjelder de mer kortsiktige prisene. Magasinkapasiteten, kraftutvekslingen med utlandet og fleksibilitet på forbrukersiden kan bidra til å stabilisere prisene i forhold til tilsigsvariasjoner.

Kraft som er produsert kan ikke lagres. Det kan imidlertid vann, og i Norge er det en betydelig magasinkapasitet for å lagre vann til produksjon på et senere tidspunkt. Mange kraftverk kan relativt raskt justere produksjonen opp og ned. Kraftverkene kan tappe magasinene og ha stor produksjon når de forventer at prisen blir høy. Når prisen er lav kan produksjonen senkes og magasinene fylles, avhengig av blant annet tilsigsforhold og manøvreringsreglement. Nedbørmengde, snødybde, vanninnhold i snøen, vannstand og tilsig i magasinene har betydning for det potensielle framtidige tilbudet. Statistisk sentralbyrå publiserer hver uke opplysninger om fyllingsgraden i vannkraftmagasinene for å bedre muligheten til å forutsi tilbudet.

Meteorologene gir værvarsler for ei uke framover, og det er betydelig usikkerhet om de fjerneste prognosedøgnene. Det er dermed svært vanskelig å fastslå etterspørsel presist langt fram i tid. Værmeldinger kommer samtidig til hele markedet, og med dem endres prisene i spotmarkedet og dermed prisene i derivatmarkedet.

Krafthandelen og utvekslingen mellom de nordiske landene har primært vært begrunnet med forskjellige produksjonsmåter og forskjellig kostnadsstruktur i kraftforsyningen. Kraftflyten mellom landene bestemmes av produksjons- og forbruksforholdene i de enkelte land i tillegg til overføringsforbindelser og vilkår for bruk av dem. Kraftprisen i Norden avhenger følgelig av tilbuds- og etterspørselsforholdene i de enkelte landene. De siste årene har kullkraftprisen i Danmark vært viktig for prisdannelsen i perioder med normale tilsigsforhold. I år med større tilsig enn normalt vil det være produksjonskapasitet med lavere kostnader som setter prisen, mens det i år med lavere tilsig vil være kapasitet med høyere produksjonskostnader som er prissettende. Om få år vil tilknytningen til det øvrige Europa trolig øke gjennom planlagte overføringskabler mellom Sverige og Polen, Norge og Tyskland og mellom Norge og Nederland. Utviklingen i Europa kan da i større grad enn tidligere få betydning for den nordiske kraftprisen. I de europeiske landene har varmekraft, som kjerne-, kull- og gasskraft en dominerende rolle, i motsetning til i Norden der vannkraften har størst omfang. En sterkere tilknytning til kontinentet kan føre til at den nordiske kraftprisen i større grad vil bli bestemt av produksjonskostnadene i varmekraftverkene i Nord-Europa. Disse kost-

nadene vil blant annet avhenge av om kraftproduksjonen i disse landene blir pålagt miljøavgifter.

Når det gjelder fleksibiliteten på forbrukssiden, har spesielt den kraftintensive industrien muligheter for å tilpasse forbruket til markedsprisene. Prisen på nære substitutter som propan og olje påvirker også etterspørselen etter kraft, men forutsetter at konsumenten har installert nødvendig utstyr.

Overfor *utvalget* er det blitt hevdet at kraft er en av de varene i verden med etablerte derivatmarkeder som har høyest prisvolatilitet.

3.4.6 Kraftderivater

3.4.6.1 Eltermin hos Nord Pool

I Eltermin noteres finansielle futurekontrakter og forwardkontrakter med en tidshorisont på tre år. Nord Pools markedsandel i standardiserte terminer med finansielt oppgjør antas i dag å være rundt 25 prosent. Markedsandelen varierer imidlertid med kontraktenes løpetid, og Nord Pool anslår at de har en markedsandel på rundt 60 prosent i terminer med kort tid fram til bortfall, og omkring 20 prosent i terminer med lengre tid fram til bortfall. Nord Pool har besluttet å notere opsjoner på enkelte forwardkontrakter høsten 1999.

De første kontraktene i Eltermin var forwardkontrakter med fysisk levering. I september 1995 ble de erstattet med futurekontrakter med daglig finansielt oppgjør og utvidet tidshorisont. Høsten 1997 innførte Nord Pool i tillegg forwardkontrakter med finansielt oppgjør for å øke omsetningen av terminer med mer enn ett år fram til bortfall. Tendensen var at aktørene ved handel i de lange kontraktene hadde foretrukket otc-markedet framfor Nord Pool. Innføringen av forwardkontrakter medførte en betydelig vekst i omsetningen på Nord Pool, og forwardkontraktene utgjør i dag 75 prosent av omsetningen i Eltermin.

En futurekontrakt er på 1 MW, har ei ukes varighet (168 timer) og kan handles inntil to år fram i tid. Futurekontrakter med bortfall mer enn fire til sju uker fram i tid slås sammen i blokker. Hver blokk er på fire uker. Kontrakter med bortfall mer enn et år fram i tid slås sammen til sesonger. Det er tre sesonger i året, to vintersesonger og en sommersesong. Systemet er rullerende, slik at sesonger med mindre enn et år fram til bortfall blir gjort om til blokker, og blokker med mindre enn fire til sju uker fram til bortfall, blir gjort om til uker. Nord Pool opplyser at futurekontrakter med bortfall innenfor et halvt år fram i tid har høyere omsetning målt i antall transaksjoner enn futurekontrakter med mer enn et halvt år fram til bortfall. Lav omsetning gir normalt dårligere likviditet, og kan føre til økt prisgap mellom kjøps- og salgspriser.

Forwardkontraktene noteres i sesonger og år, og har i dag en tidshorisont på mer enn tre år fram i tid. Alle forwardkontraktene går til bortfall som sesonger, det vil si at årskontraktene splittes opp i tre sesonger ved handelsperiodens slutt. Prisgapet mellom kjøps- og salgspriser er lavere for årskontrakter enn for sesongkontrakter, sjøl om sesongkontraktene har høyere likviditet.

Futurekontraktene skiller seg fra forwardkontraktene gjennom ulikt oppgjør i kontraktens handelsperiode, det vil si fram til bortfallsdagen (leveringsperioden). I futurekontrakter blir verdien på hver enkelt aktørs kontraktsportefølje bereknet daglig ut fra endring i markedsprisen på kontraktene, og gjort opp med betalinger mellom kjøper og selger. Det gjør tap og gevinst samtidig og raskt synlig og realisert. Forwardkontraktene har ikke kon-

tantoppgjør før i leveringsperioden. Verdiendringen på hver enkelt aktørs kontraktsportefølje bereknes daglig, men akkumuleres i hele handelsperioden. Verdiendringen realiseres med en lik andel hver dag i leveringsperioden. Leveringsperioden i Eltermin varierer fra ei uke i futurekontraktene til en sesong i forwardkontraktene.

3.4.6.2 Terminer og opsjoner i otc-markedet

Utvalget vil nedenfor beskrive all handel utenom Nord Pool som otc-handel. Otc-kontrakter kan inngås direkte mellom to parter, for eksempel en produsent og en distributør. Alternativt kan en mellommann være motpart for hver av partene i avtalen. Otc-derivatene kan enten ha fysisk eller finansielt oppgjør. I otc-markedet handles det både future- og forwardkontrakter, men forwardkontraktene står for det største volumet. Etter det *utvalget* kjenner til omsettes de store volumene i otc-markedet i økende grad ved bruk av standardiserte terminer. Standardiserte terminer som er identiske med kontraktene i Eltermin, kan cleares på Nord Pool. For terminer med mer enn ett år fram til levering var otc-markedet fram til 1998 nesten enerådende. Dette endret seg da forwardkontrakter igjen ble notert på Nord Pool. Markedet for otc-opsjoner har i dag liten likviditet, men markedet er i vekst.

Det har gjennom lang tid eksistert flerårige avtaler mellom produsenter og distributører eller større forbrukere. Disse har tradisjonelt hatt fysisk levering, men nyere avtaler har en mulighet for finansielt oppgjør. Det har vært vanlig å ha klausuler om at kontraktene ikke kan overdras. Eksempelvis inneholder Statkrafts myndighetsbestemte kontrakter med kraftkrevende industri slike klausuler, og en eventuell overdragelse er betinget av samtykke fra Olje- og energidepartementet. Det kan diskuteres om avtalene er derivater siden de har levering og betaling fram i tid, jf *"Nærmere avgrensning av varederivater som finansielt instrument"* i punkt 7.2.2. Avhendelsesforbudet gjør dem imidlertid ikke omsettelige. Det kan også diskuteres om de kan defineres som otc-kontrakter i alminnelig forstand.

3.4.7 Markedsplasser

3.4.7.1 Nord Pool

Nord Pool er det eneste foretaket i Norge som har konsesjon fra NVE for omsetning av kraft. Markedet heter Elspot og er omtalt i *"Spotmarkedet for kraft"* i punkt 3.4.4. Nord Pool har også et derivatmarked, Eltermin som er omtalt i *"Eltermin hos Nord Pool"* i punkt 3.4.6.1. Både investorer og mellommenn kan være deltakere på Nord Pool. Deltakerne er delt i tre kategorier; aktør, handels- og clearingrepresentant (mekleraktør) og clearingkunde. Per 1. mars 1999 hadde Nord Pool 271 godkjente deltakere: 117 aktører, 35 handels- og clearingrepresentanter og 119 clearingkunder. Aktørene handler bare for egen rekning, og kategorien omfatter produsenter, distributører, tradere og konsumenter. Handels- og clearingrepresentantene kan både handle på egen bok og på vegne av clearingkunder. Clearingkundene er i hovedsak distributører og konsumenter som handler via en handels- og clearingrepresentant. Etter at handelen er clearet, er clearingkunden motpart i handelen overfor Nord Pool. Dersom en handels- og clearingrepresentant handler på vegne av en kunde som ikke er registrert som clearingkunde hos Nord Pool, blir handels- og clearingrepresentanten motpart overfor Nord Pool. Som et utgangspunkt vil en aktør være en investor og en handels- og clearingrepresentant

være en mellommann, men det finnes unntak. Den enkelte deltaker kan sjøl velge kategori, forutsatt at Nord Pools betingelser er oppfylt. Flere handels- og clearingrepresentanter er foretak i kraftmarkedet som har clearingkunder innenfor samme konsern. Konsern i kraftsektoren har funnet det hensiktsmessig å bruke clearingkundekonseptet for å skille fra hverandre konsernets ulike kraftporteføljer.

I Elspot sendes kjøps- og salgsanmeldingene elektronisk eller på telefaks til Nord Pool. I Eltermin benyttes et elektronisk handelssystem, OM- Gruppens terminalbaserte Power Click. En hjelpefunksjon overvåker handelen, og betjener blant annet aktører som ikke har direkte tilgang til handelssystemet via egen terminal. Handelssystemet kopler (matcher) automatisk kjøper og selger.

Noen aktører på Nord Pool stiller bindende kjøps- og salgspriser for terminer på Nord Pool. Slik virksomhet kalles prisstilling, eller «market making» på engelsk. Prisstilleren forplikter seg til å kjøpe eller selge til disse prisene, og vil da sjøl være motpart i den enkelte handel. Formålet med prisstilling er å gjøre det enkelt å kjøpe og selge og å skape likviditet. Aktørens inntekter ved prisstilling er forskjellen mellom kjøps- og salgsprisen. Denne forskjellen kalles prisgap, på engelsk «spread». Ved like stort kjøp som salg vil et stort prisgap gi høyere inntekter enn et lite. Et stort prisgap er antatt å være et tegn på dårlig likviditet, men kan også skyldes stor volatilitet. Prisgapet er garantert for et antall kontrakter, slik at det innen disse grensene ikke er risiko for at prisgapet flytter seg ved kjøp eller salg. Blant prisstillerne er det flere foretak i det underliggende kraftmarkedet, som kraftprodusenter og krafthandlere. Prisstillerne har avtaler med Nord Pool som blant annet inneholder regulering av størrelsen på prisgapet mellom kjøps- og salgspris.

Nord Pool distribuerer markedsinformasjon om handelen i sann tid og med periodisk oppdatering. I tillegg offentliggjøres det på periodisk basis statistikk og omsetningsdata for markedet. Nord Pool rapporterer forhold knyttet til all handel til NVE regelmessig. Regler om informasjonsplikt inngår i Nord Pools avtaleverk. Aktørene har ansvaret for umiddelbart å formidle relevant markedsinformasjon til Nord Pool. Informasjon om aktørene kan påvirke prisdannelsen, og dersom reglene om informasjonsplikt ikke overholdes, har markedsplassen hjemmel i avtaleverket til å suspendere aktøren fra videre handel. Markedsplassen har ansvar for spredning av all informasjon knyttet til driftstekniske forhold som er relevant for markedet. Fra mai 1999 har Nord Pool offentliggjort informasjon om priser og volumer knyttet til clearet otc-handel ved utgangen av hver handelsdag.

3.4.7.2 Handel i otc-markedet

Otc-markedet har tradisjonelt vært dominerende for omsetning av prissikringskontrakter for kraft i Norge. Gjennom generasjoner har produsenter og distribusjonsverk vært knyttet sammen gjennom ulike nettverk og organisasjoner, og kraftomsetningen har foregått gjennom kontrakter basert på politisk fastsatte priser. Samkjøringens marked for utvekslingskraft, som var en forløper for dagens spotmarked på Nord Pool, ble før dereguleringa benyttet av rundt femti store aktører til utveksling av det som ble kalt «tilfeldig kraft». «Tilfeldig kraft» var kraft som ikke var solgt eller kjøpt gjennom de faste bilaterale kontraktene. Etter dereguleringa ble en del av Samkjøringens funksjoner overtatt av Nord Pool (den gang Statnett Marked), og gradvis tilrettelagt som en markedsplass som kunne være et alternativ til deler av otc- handelen. Det

faktum at aktørene historisk alltid har forhandlet direkte med hverandre, og at otc- handelen i perioder har dekket aktørenes etterspørsel etter kontrakter som ikke Nord Pool har kunnet tilby, bidrar trolig til å forklare hvorfor otc-handelen er vesentlig større enn handelen på Nord Pool.

Fram til 1992 foregikk all otc-handel direkte mellom aktørene i den fysiske handelen med kraft, og kontraktene var ikke-standardiserte forwardkontrakter med fysisk levering. Siden 1992 har nye typer aktører som kraftmeklere, porteføljeforvaltere og tradere etablert seg i markedet. Funksjonene til de ulike mellommennene kan ikke uten videre direkte sammenliknes med de finansielle markedene, og beteknelsene som brukes dekker ikke nødvendigvis de samme funksjonene i kraftderivatmarkedet som i de finansielle markedene. Det kan videre være vanskelig å skille markedsplassfunksjoner og mellommannsfunksjoner i otc- markedet, blant annet fordi begge funksjonene i noen grad dekkes av de samme aktørene. Beskrivelsen av handelen i otc-markedet må derfor ses i sammenheng med beskrivelsen av mellommannsvirksomheten i *"Mellommenn"* i punkt 3.4.9.

3.4.7.3 Omsetning

Handelen med otc-derivater rapporteres ikke, og det er en viss uenighet om hvordan omsetningen skal bereknes. Det er derfor vanskelig å vite hvor stort totalmarkedet er. Det er imidlertid relativt stor enighet mellom aktørene om at forholdet mellom handel på Nord Pool og handel i otc-markedet de siste årene har vært i størrelsesordenen en til fire.

Kraftderivatmarkedet er ungt, og hvis utviklingen følger andre varederivatmarkeder, vil den sentrale markedsplassens relative andel vokse. Jo mer modent og likvid et marked er, jo større andel utgjør vanligvis handelen på den sentrale markedsplassen i forhold til otc-handelen. For aktører uten direkte tilknytning til markedet som produsent eller distributør, er børsprodukter vanligvis ansett som den enkleste måten å sikre seg på.

3.4.8 Clearing

Nord Pool clearer all handel i Eltermin og Elspot. Det betyr at Nord Pool er kontraktsmotpart i alle kontrakter som er handlet på Nord Pool og garanterer for oppgjør og levering. Fra 1997 har Nord Pool også tilbudt clearing av standardiserte otc- kontrakter med finansielt oppgjør. Det innebærer at Nord Pool trer inn som juridisk motpart til begge parter. På den måten overtar Nord Pool aktørenes motpartsrisiko, og aktørene kan motrekne (nette) terminer med samme leveringsperiode og referansepris.

Opptakten til dagens clearingtjeneste skjedde høsten 1995, da Nord Pool gikk over fra å notere forwardkontrakter med fysisk levering til å notere futurekontrakter med daglig avrekning og finansielt oppgjør. Samtidig ble en samarbeidsavtale mellom Nord Pool og NOS Kraft AS (NOS Kraft) iverksatt for å ivareta den tekniske gjennomføringen av clearingtjenesten. Dette omfattet berekning og kontroll av sikkerhetskrav og oppgjør, i tillegg til produksjon og distribusjon av lister og rapporter. NOS Kraft og Nord Pool samarbeidet om å implementere oppgjørssystemet til Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS) i kraftsektoren, siden det er NOS som har adgang til betalingsoppgjøret i Norges Bank. NOS Kraft er et heleid datterselskap av NOS, som er en clearingsentral for finansielle derivater handlet over Oslo Børs, unoterte derivater

og verdipapirlån. NOS eies av omlag åtti investorer, herunder banker, forsikringsselskap, verdipapirforetak, industriforetak og privatpersoner.

I 1996 inngikk Nord Pool en tilsvarende avtale med OM Stockholm AB (OM) om levering av tekniske clearingtjenester for de svenske aktørene. Høsten 1998 ble avtalene med NOS Kraft og OM erstattet med en avtale med Power Clearing Systems AS (PCS). PCS er et nyopprettet foretak som indirekte er eid av OM og NOS med 50 prosent hver. Gjennom avtalen med Nord Pool har PCS rollen som teknisk operatør og har ansvar for å levere systemer og tilhørende tjenester. De rent oppgjørstekniske tjenestene knyttet til betalingsformidlingen utføres som tidligere av NOS, men nå på vegne av PCS. Nord Pool står som kontraktsmotpart og har det endelige motpartsansvaret.

3.4.8.1 Sikkerhetskrav

Nord Pool har som motpart en kredittrisiko for at den andre parten misligholder. For å redusere risikoen krever Nord Pool sikkerhet. Sikkerheten kan stilles i form av depotinnskudd og påkravsgaranti. Sikkerheten er delt i bunnsikkerhet og daglige sikkerhetskrav (marginkrav og sikkerhet for urealisert tap). Nord Pool har også kredittrisiko og markedsrisiko på handlet volum hver enkelt dag, fordi sikkerheten først skal stilles dagen etter at handelen er foretatt. Bunnsikkerheten vil normalt variere fra en til åtte million kroner for aktører og handels- og clearingrepresentanter. Bunnsikkerheten for clearingkunder vil normalt ligge mellom en kvart og en halv million kroner.

Den enkelte aktørs sikkerhetskrav bereknes hver dag, og består av marginkrav og krav om sikkerhet for urealisert tap. Marginkravet skal ivareta markedsrisikoen for prisendring fra en dag til neste dag, og gjelder både futurekontrakter og forwardkontrakter. Hver dag summeres den enkelte aktørs marginkrav i hver enkelt terminserie. Summen blir aktørens totale marginkrav. I leveringsperioden reduseres marginkravet. For forwardkontrakter stilles det i tillegg krav om sikkerhet for urealisert tap fordi de daglige verdiendringene akkumuleres i handelsperioden og ikke realiseres før i leveringsperioden. Innenfor hver enkelt terminserie motreknes urealisert gevinst (positivt akkumulert forwardoppgjør) og urealisert tap (negativt akkumulert forwardoppgjør). Dette skal være en sikkerhet for Nord Pool dersom motparten i en forwardkontrakt misligholder i tida fram til leveringsperioden (bortfall). Det totale sikkerhetskravet består dermed av bunnsikkerhet, marginkrav og sikkerhet for urealisert tap (fratrukket urealisert gevinst).

Nord Pool analyserer løpende prissvingningene i markedet, for å sikre at marginsatsene reflekterer bevegelsene i markedet til enhver tid. Marginsatsene for Eltermin er for tida mellom fire prosent og femten prosent av markedspris, lavest for de kontraktene som har lengst tid fram til bortfall. Marginsatsene kan endres på kort varsel. Berekningsmodellen tar hensyn til uforutsette hendelser på en forholdsvis skjematisk måte, sammenliknet med berekningsmodeller som brukes i verdipapirmarkedet.

3.4.8.2 Oppgjør

Futurekontraktene har daglig oppgjør (futureoppgjør), og det innebærer at verdiendringer som følge av prissvingninger i markedet gjøres opp hver dag. Gevinst og tap blir debitert og kreditert henholdsvis kjøper og selger, avhengig av hvem som har tjent eller tapt på futurekontrakten siden forrige handelsdag. For forwardkontraktene bereknes også oppgjøret daglig (forwardop-

pgjør) på grunnlag av verdiendringene fra en handelsdag til neste. Aktørene kjenner dermed til enhver tid det akkumulerte tapet eller gevinsten i den enkelte terminserien. Det akkumulerte forwardoppgjøret fra handelsperioden blir realisert i leveringsperioden med en lik andel hver dag. Finansiell avrekning i leveringsperioden (prissikringsoppgjør) innebærer et økonomisk oppgjør av differansen mellom kontraktens markedspris ved bortfall (sikringspris) og prisen for fysisk kraft levert gjennom spotmarkedet for den aktuelle leveringsperioden. Sikringsprisen er en volumveid omsetningspris den siste handelsdagen. Hver dag bereknes prissikringsoppgjøret som differansen mellom systemprisen i spotmarkedet og sikringsprisen på kontrakten. Prissikringsoppgjøret er likt for future- og forwardkontrakter.

Futureoppgjør i handelsperioden kombinert med prissikringsoppgjør i leveringsperioden vil gi den samme netto pengeflyt som en kontrakt med fysisk leveranse med økonomisk oppgjør ved levering. For forwardkontrakter vil tilsvarende prissikringsoppgjør kombinert med realisering av forwardoppgjør fra handelsperioden gi samme netto pengeflyt som en kontrakt med fysisk leveranse med økonomisk oppgjør ved levering.

For at aktørene skal kunne godskrives og belastes de daglige oppgjørene, må de ha opprettet en depotkonto i en av tolv nordiske banker som har inngått depotbankavtale med NOS Kraft og Nord Pool. Depotkontoene er pantsatt til fordel for Nord Pool, som har fullmakt til å disponere kontoene. Foretak som ikke har anledning til å pantsette sine bankkkontoer, kan benytte en marginkonto med tilhørende bankgaranti.

3.4.8.3 Clearingrutiner

Hver handelsdag etter at handelen og innmeldingen av bilaterale kontrakter er avsluttet, overføres samtlige handels- og clearingtransaksjoner til PCS for utføring av tekniske clearingfunksjoner. Nettoposisjonene i de forskjellige terminseriene blir bereknet for den enkelte aktør, og på basis av nettoposisjonene bereknes daglig sikkerhetskrav i henhold til markedsplassens sikkerhetsregler. Future- og forwardoppgjør bereknes på grunnlag av endringer i nettoposisjoner (grunnet kjøp og/ eller salg), og endring i markedsverdi på kontraktene. Nettoposisjonen på kontraktens bortfallsdag (siste handelsdag) blir avreknet mot referanseprisen i spotmarkedet, det såkalte prissikringsoppgjøret.

Depotbankene sender daglig en oversikt over saldo på hver enkelt depotkonto til NOS Kraft, og denne oversikten benyttes for sammenlikning mellom daglig sikkerhetskrav og stilt sikkerhet. Kontooversikter (clearinglister) med blant annet informasjon om sikkerhetskav, oppgjør og saldo på konto sendes til alle aktørene om morgenen første bankdag etter hver handelsdag. Samtidig sendes en liste til depotbankene over sikkerhetskravene. Dersom sikkerhetskravet er større enn den tilgjengelige sikkerheten, har aktøren frist til klokka elleve samme dag til å tilfredsstille sikkerhetskravet. Depotbankene skal hver dag innen klokka elleve bekrefte om alle aktørene har stilt tilfredsstillende sikkerhet. Depotbankene er ansvarlig for at bekreftet beløp blir stående på depotkontoen. Eventuelle overskytende midler på depotkontoen kan fritt benyttes av aktøren.

PCS overfører daglig oppgjørsinformasjonen til NOS. Oppgjøret mellom depotbankene er et interbankoppgjør i Norges Bank, og gjennomføres sammen med markedsoppgjøret for futurekontrakter på finansielle instrumenter. NOS sender deretter berekningene av den enkelte aktørs oppgjør til depot-

bankene, som godskriver og belaster aktørenes depotkontoer på grunnlag av den tilsendte oppgjørsinformasjonen.

Aktøren er i henhold til Avtaleverket for Eltermin i mislighold dersom det ikke er tilstrekkelig midler på depotkontoen til å dekke sikkerhetskravet klokka elleve. PCS skal umiddelbart rapportere manglende sikkerhetsstillelse til Nord Pool, som kan gå inn og stenge posisjoner ved å gjøre motsatte handler.

3.4.9 Mellommenn

3.4.9.1 Ulike typer mellommannsvirksomhet

Det finnes ulike typer foretak som utøver mellommannsvirksomhet i kraftmarkedet. Det som i kraftmarkedet oppfattes som mellommannsvirksomhet, behøver ikke nødvendigvis tilsvare mellommannsvirksomhet i finansmarkedene. Etter at energiloven var trådt i kraft i 1992 ble de første kraftmeklerne etablert, og siden kom andre aktører som tradere, prisstillere (market makere), porteføljeforvaltere, analytikere og rådgivere. Mellommennene representerte nye funksjoner i markedet, og tilførte ny kompetanse. Mange energiverk hadde liten kunnskap og erfaring med markedsbestemte priser, og trengte rådgivning for å tilpasse seg et nytt system. Se også *"Handel i otc-markedet"* i punkt 3.4.7.2.

Med et stort antall aktører var det vanskelig for kraftprodusenter og distributører å holde oversikt over aktuelle kjøpere og selgere, og kraftmeklerne etablerte seg som formidlere av kontakt mellom kjøper og selger i otc-markedet. Kraftmeklerne har tradisjonelt ikke gått inn som motpart i handelen på noe tidspunkt, men utelukkende vært en formidler mellom to parter som godkjenner hverandre før handelen sluttes. En mellommann som ikke inngår kontrakt med kjøper uten å ha en identisk kontrakt med selger, kalles internasjonalt for «broker». Verdipapirhandellovutvalget brukte «ren mekling» om slik virksomhet, og slike oppdrag betales vanligvis med provisjon (kurtasje). Begrepet «broker» dekker både de tilfellene der mellommannen går inn som motpart i begge handler, og der kjøper og selger godkjenner hverandre. I kraftderivatmarkedet er det vanlig at både kjøper og selger belastes provisjon.

Tradere kjøper og selger kraft og/eller kraftderivater for egen rekning. Det kan reises spørsmål om denne virksomheten er å anse som investorvirksomhet eller mellommannsvirksomhet. I verdipapirmarkedet vil egenhandel som foretas som ledd i en tjeneste overfor tredjemann normalt bli betraktet som mellommannsvirksomhet. Et eksempel er en bank som går inn som motpart i et valuta- eller rentederivat. Det er samme betraktning som fører til at prisstilling blir ansett som mellommannsvirksomhet.

Porteføljeforvaltning innebærer at en annen aktør helt eller delvis overtar ansvaret for kraftomsetningen for en distributør eller produsent. Det kan være fysisk krafthandel, derivathandel eller begge deler. Partene avtaler seg imellom om rammer og fullmaktsforhold, og i hvilken grad kunden skal delta i den enkelte investeringsbeslutning. En gruppe av konsumenter, eller en stor konsument, vil kunne ønske porteføljeforvaltning av kraftkjøp. Det kan også bli ansett som mellommannsvirksomhet.

Mange mellommenn tilbyr tjenester innen informasjon og analyse. Fundamental analyse, det vil si analyse av underliggende forhold som påvirker prisutviklingen i kraftmarkedet, og ulike former for teknisk analyse, er eksempler på slike tjenester. I tillegg tilbyr enkelte mellommenn rådgivning om handel i kraftmarkedet og kurs og opplæringsvirksomhet i risikostyring.

3.4.9.2 Eierskap og organisering

Det er ikke helt enkelt å tallfeste antallet mellommenn, fordi begrepet mellommann ikke er definert klart i kraftmarkedet. Det er rundt ti norske kraftmeklere. De største har omtrent 70 ansatte, mens de minste bare har noen få medarbeidere. I tillegg til kraftmeklerne finnes det tradere, rådgivere og porteføljeforvaltere i kraftderivatmarkedet. Eierskapet til foretak som utøver mellommannsfunksjoner i kraftderivatmarkedet kan deles i tre hovedtyper. Det første gruppen er sjølstendige norske eller nordiske mellommannsforetak. Det andre gruppen er foretak som er eid helt eller delvis av norske eller utenlandske kraftprodusenter eller kraftdistributører. Denne gruppen har vokst gjennom oppkjøp av frittstående mellommannsforetak. Den tredje gruppen er datterselskaper eller filialer av internasjonale kraftmeklere som både handler med kraft og kraftderivater. Norske banker og verdipapirforetak har etter det *utvalget* kjenner til ennå ikke gått inn det norske kraftderivatmarkedet som mellommenn.

Det varierer fra foretak til foretak hvordan aktørene i kraftderivatmarkedet er organisert, og hvordan det som kalles «back office»-funksjoner blir utført. «Back-office»-funksjoner er arbeidsoppgaver knyttet til oppgjør, kontroll og risikovurdering. I noen foretak vil samme person utføre begge funksjoner, mens det i andre foretak vil være atskilte funksjoner.

Kapittel 4

Noen hendelser fra varederivatmarkedene

4.1 Innledning

I *"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver"* i kapittel 2 og *"Markeder med norske aktører"* i 3 vises det hvordan kjøpere og selgere i varemarkedet kan redusere prisusikkerheten ved å inngå varederivatkontrakter. Vanligvis etterlever kontraktspartene forpliktelsene sine, og sikringskontraktene virker etter hensikten. I dette kapitlet beskrives noen tilfeller der markedet ikke har fungert etter sin forutsetning, og noen som har fått offentlig oppmerksomhet av andre grunner. Ofte kan slike hendelser peke mot svake deler av systemet, og gi veiledning om regulering kan være på sin plass.

Enkelte store tap for aktører framstilles som skandaler, og kan bidra til å sette derivathandel i et uheldig lys. I *"Metallgesellschaft og oljederivater 1993"* i avsnitt 4.2 gis et eksempel på dette. I analysen av hva som har forårsaket unormale hendelser er to fenomener hyppige, aktører med markedsmakt og mellommenn med sviktende integritet. En aktør med markedsmakt kan bruke den til å påvirke prismekanismen ved å manipulere markedet, som vist i *"Sumitomo og kopperderivater 1995"* i avsnitt 4.3. Mellommennene kan fylle en viktig funksjon i mange markeder. Det vil imidlertid kunne finnes mellommenn som har svindlet kunder eller eiere, og et slikt mulig tilfelle er illustrert ved et eksempel i *"Fearnley Futures og fraktderivater 1998"* i avsnitt 4.4. I *"Holland og tulipanderivater 1637"* i avsnitt 4.5 fortelles historien om 1700- tallets hollandske terminmarked. Dette er et tidlig eksempel på en finansiell «boble», der prisen på en vare ikke står i forhold til verdien slik den vil måtte bli på noe sikt. I *"Problemer i clearingsentraler"* i avsnitt 4.6 drøftes episoder der clearingsentraler har fått problemer på grunn av inadekvat risikohåndtering. *"Næringslivets Innkjøpsorganisasjon 1996"* i Avsnitt 4.7 og *"Omsetningsrekord i kraftderivatmarkedet 1999"* i 4.8 er viet noen episoder i det norske kraftmarkedet.

4.2 Metallgesellschaft og oljederivater 1993

Metallgesellschaft Refining and Marketing Inc. (MGRM) var et datterselskap av det tyske industriselskapet Metallgesellschaft AG (MGRM AG). På begynnelsen av 1990-tallet prøvde MGRM å sikre seg mot endringer i oljeprisen med terminer, men sikringsstrategien endte med store tap for foretaket.

MGRM drev et oljeraffineri som kjøpte råolje og solgte raffinerte oljer som fyringsolje, bensin og diesel. MGRM hadde tradisjonelt kjøpt råolje til spotpris. For å sikre etterspørselen etter raffinater, tilbød MGRM fastpriskontrakter på raffinerte oljer. Avtalene forpliktet MGRM til å levere et bestemt volum raffinerte oljer hver måned inntil ti år fram i tid. Kunden var forpliktet til å betale den faste prisen hver måned for levert kvantum. En slik kontrakt er en langsiktig otc-termin eller en oljeswap (se boks 2.1).

Tilbudet ble en suksess, og mot slutten av 1993 hadde MGRM forpliktet seg til å levere mer enn 150 millioner fat raffinerte oljer i de kommende ti årene. Disse forpliktelsene endret MGRMs risikoprofil. Fra å ha markedsrisiko på etterspørselen etter raffinerte produkter der prisen på raffinatene

ble fastsatt løpende og dermed svingte med verdensmarkedsprisen på råolje, fikk MGRM en eksponering mot endringer i råoljeprisen. For å sikre seg mot endringer i prisen på innsatsvaren (råolje), kjøpte MGRM én-, to- og tremåneders futurekontrakter på råolje på New York Mercantile Exchange (NYMEX). For hver otc- kontrakt som ble inngått, kjøpte MGRM futurekontrakter som tilsvarte den totale leveringsforpliktelsen i otc-kontrakten. Hver måned stengte MGRM alle futurekontraktene, og kjøpte nye kontrakter for hele den framtidige forpliktelsen. Dette kalles en rullerende sikringsporteføljе. Én tiårs otc-kontrakt tilsvarer 120 en-måneds futurekontrakter eller 60 to-måneders kontrakter. Sikringsporteføljen førte til at MGRM fikk en dominerende posisjon på NYMEX, som var verdens ledende oljederivatbørs.

Høsten 1993 sank råoljeprisen drastisk i spotmarkedet. Verdien av MGRMs sikringsporteføljе fulgte spotprisen nedover. Porteføljen til MGRM var i en viss forstand balansert, men det store prisfallet synliggjorde en ubalanse i likviditet mellom otc-kontraktene og sikringsporteføljen. Verdinedgangen på sikringsporteføljen resulterte i daglige krav om margininnbetalinger fra MGRM til clearingsentralen som clearet futurekontrakter på NYMEX. Dessuten førte forskjeller mellom tysk og amerikansk reknskapslovgivning til at sterkt divergerende årsreknskaper ble sendt ut i USA (normal fortjeneste) og Tyskland (store tap).

Margininnbetalingene oversteg langt de inntektene MGRM hadde på det løpende salget av raffinater, og MGRM trengte likviditetstilførsel. Det ønsket ikke morselskapet å gi, blant annet fordi usikkerheten om datterselskapets sikringsporteføljе gjorde det vanskelig å finansiere margininnbetalingene. Problemet ble aksentuert av at NYMEX økte marginkravet på grunn av usikkerhet om MGRMs situasjon. Morselskapet byttet ut datterselskapets ledelse framfor å gi finansiell støtte. Den nye ledelsen stengte futurekontraktene, og amerikansk presse har anslått at dette førte til tap på 1,3 milliarder dollar for foretaket. Motpartene i de langsiktige otc-kontraktene fikk tilbud om å gå ut av avtalene uten å betale vederlag. Uroen omkring MGRMs sikringsstrategi førte trolig til usikkerhet hos kundene om foretakets soliditet, og mange kunder stengte kontraktene. I begynnelsen av 1994 steg igjen råoljeprisen mot nivået før MGRM startet sine sikringskjøp.

4.2.1 Fra diskusjonen om sikringskontrakter

MGRMs sikringsstrategi og det tyske morselskapets inngripen ble analysert og diskutert i årene som fulgte. Enkelte[13] hevdet at sikringsstrategien var riktig, og at tapene kom fordi morselskapet ikke forsto at de midlertidige tapene vil bli tjent inn på lengre sikt. Hver gang MGRM solgte en otc-kontrakt på raffinater, kjøpte de samtidig futurekontrakter på råolje. Foretaket låste dermed fortjenesten på et bestemt nivå, som var forskjellen mellom råoljeprisen ved kontraktsinngåelse og otc-kontraktens innløsningspris. Kritikernes resonnement forutsetter imidlertid at hele perioden ses under ett. Underveis vil en prisnedgang på råolje føre til større tap på futurekontraktene enn kostnadsbesparelsen på spotkjøp av råolje. NYMEX-kontraktene ble clearet. Dette innebar at futurekontraktene ble verdsatt til markedsverdi på daglig basis, og gevinst eller tap ble henholdsvis kreditert og debitert kjøper og selger. En tilsvarende realisering av verdiendringer ble ikke foretatt på otc-kontraktene.

13. Se for eksempel C.L. Culp og M.H. Miller, «Metallgesellschaft and the economics of synthetic storage» i Journal of applied corporate finance 7/95.

Likviditetsbelastningen ble derfor stor tidlig i kontraktsperioden da råoljeprisen sank. Bundet likviditet har en kostnad, men kritikere hevdet at morselskapet hadde hatt finansiell styrke til å bære en midlertidig likviditetsbelastning. Ved å gå ut av futurekontraktene gjorde morselskapet et papirtap til et reelt tap. Kritikere hevdet at da råoljeprisen steg vinteren 1994 var MGRM helt uten sikring for sin framtidige leveringsforpliktelse i otc-kontraktene, og at tapet ved dette ikke ble synliggjort for offentligheten. De hevdet at dersom MGRM fortsatt hadde hatt futurekontraktene, ville gevinsten på disse oversteget tapet ved en høy råoljepris.

Metallgesellschaft-eksemplet viser den operasjonelle risikoen ved bruk av varederivater. En sikringsstrategi kan være vanskelig å forstå sjøl om den er logisk, og det er mulig å feilbedømme situasjoner som oppstår. Beslutningstakere uten fagekspertise kan komme til å stenge posisjoner på uheldige tidspunkter, og dermed påføre foretaket unødvendige kostnader. I tilfellet Metallgesellschaft blir det hevdet at morselskapet feilaktig bedømte tapene som et resultat av spekulasjon, mens de i virkeligheten skyldtes en midlertidig forskjell i pris mellom terminmarkedet og spotmarkedet. Dersom kritikerne har rett, var kostnaden ved foretakets manglende bevissthet om sammenhengen i datterselskapets sikringsstrategi mer enn en milliard dollar.

Andre har hevdet at det var grunn for morselskapet til å gripe inn. MGRMs dominerende andel i futuremarkedet blottstilte foretaket for spekulasjon fra andre aktører som kunne forutsi MGRMs atferd fram i tid. De hevdet at det heller ikke er uproblematisk å sikre langsiktige forpliktelser med kortsiktige kontrakter, fordi prisene på kontrakter med ulik lengde ikke nødvendigvis følger hverandre i tida fram til bortfall. Det ble også stilt spørsmål ved om det var riktig å sikre leveringsforpliktelsen fullt ut.

Forståelsen av situasjonen ble ikke gjort enklere av ulik reknskapslovgivning, og som nevnt forsto heller ikke NYMEX situasjonen. Det økte marginkravet stilt overfor MGRM var neppe velfundert, sett i ettertid. Dette illustrerer at sikringsposisjoner kan være vanskelig å få oversikt over og forstå sjøl for eksperter. Det er antatt at råoljeprodusenter og konkurrerende raffinerier tapte 200 millioner dollar i måneden på grunn av den midlertidige prisnedgangen. Men når noen taper på prisendringer vinner andre, i dette tilfellet konsumenter og distributører av råolje og raffinerte oljer.

4.3 Sumitomo og kopperderivater 1995

Sumitomo Corporation var et japansk konglomerat som hadde handlet kopper i flere hundre år. Noe av kopperet ble brukt til Sumitomos egen industriproduksjon, mens andre deler ble solgt direkte til tredjemann. For å sikre seg mot prissvingninger i varemarkedet handlet Sumitomo aktivt i derivatmarkedet for kopper. Den fysiske og finansielle handelen foregikk både i otc-markedet og på London Metal Exchange (LME) (se *"To europeiske varebørser med norske aktører"* i punkt 2.2.2.5). Sumitomo var ikke medlem av LME, og ordrene ble plassert gjennom ulike meklerforetak. Sumitomo var dermed ikke under tilsyn av børsen. En LME-kontrakt kan enten ha fysisk eller finansielt oppgjør ved bortfall. For å sikre fysisk levering, hadde LME bygd opp godkjente varelagre for metall over hele verden. Ved fysisk levering fikk innehaveren av LME-kontrakten et lagerbevis (LME-warrant) som ga innehaveren rett til 25 tonn kopper. Lagerbevisene var omsettelige verdipapirer som det fantes et eget otc-markedet for.

Lederen for Sumitomos kopperhandel, Yasuo Hamanaka, hadde stor innflytelse innenfor verdens koppermarkeder. Hamanaka hadde foretatt uheldige handler på vegne av Sumitomo. For å dekke over tapene manipulerte han koppermarkedet i samarbeid med det amerikanske foretaket Global Minerals and Metals. Hamanaka opprettet kontoer hos verdipapirforetak over hele verden, og ga Global Minerals and Metals fullmakt til å handle i Sumitomos navn og for Sumitomos kreditter. Global Minerals and Metals kjøpte lagerbevis og terminer på LME. I løpet av 1995 disponerte Sumitomo omtrent alle utestående lagerbevis og betydelige posisjoner på kjøpersiden i termin- og opsjonsmarkedet. Hamanaka kontrollerte dermed en vesentlig del av tilbudet av kopper, og spotprisen steg kraftig da lagerbevis ble vanskelig å få tak i. Når Sumitomos LME-terminer forfalt, krevde Hamanaka fysisk levering. Terminprisen fulgte spotprisen oppover. Hamanaka fikk en betydelig fortjeneste ved å stenge eller låne bort Sumitomos kjøpsterminer. Lagerbevisene ble i stor grad beholdt for å holde presset oppe.

De økte prissvingningene og prisstigningen på kopper førte til at LME og engelske tilsynsmyndigheter startet en granskning av koppermarkedet, og avslørte manipulasjonen våren 1996. Kopperprisene sank fra 2800 til under 2000 pund per tonn, eller rundt 30 prosent da forsøket på manipulasjon ble offentliggjort. Opprullingen viste at Hamanaka hadde manipulert markedet i større eller mindre grad i mer enn ti år. Sumitomo tapte mer enn 20 milliarder kroner, og foretakets aksjekurs falt med 16 prosent da manipuleringen ble avslørt. I 1998 ble Hamanaka dømt til åtte års fengsel av japanske domstoler. Ledelsen i Sumitomo ble ikke ansett som medskyldige. US Commodity and Future Trading Commission (CFTC), den amerikanske tilsynsmyndigheten idømte Sumitomo 150 millioner dollar i sivilrettslig bot i 1998. CFTC har fremmet tiltale mot Global Minerals and Metals og Merrill Lynch for å ha deltatt i manipuleringsforsøket. Merrill Lynch er et av verdens største verdipapirforetak. Ifølge CFTC skal Merrill Lynch ha bidratt med 500 millioner dollar til finansiering av manipuleringsforsøket, og råd om hvordan Sumitomo og Global Minerals and Metals kunne beskytte sin posisjon.[14]

Kopperskandalen er nittitallets mest kjente manipuleringsforsøk i varederivatmarkedene. Den ble gjennomført på tvers av landegrenser, og ved bruk av varederivatmarkedet og det underliggende varemarkedet samtidig. Saken aktualiserte spørsmålet om varederivatmarkedene trengte internasjonale standarder for regulering. Problemene med å oppdage manipuleringsforsøk var medvirkende til at arbeidet med Tokyo-erklæringa (vedlegg 1 og *"Tokyo-erklæringa"* i avsnitt 6.3) ble satt i gang. Spesielt er det grunn til å tro at den sterke påpekingen av behovet for tilsyn med otc-markeder for å kunne samle informasjon som kan gi grunn til å konsolidere posisjoner plassert gjennom ulike mellommenn, har sammenheng med erfaringene fra Sumitomo-saken.

LME ble utsatt for massiv kritikk for manglende kontroll med eget marked. Dette førte til et klarere skille mellom den kommersielle ledelsen av LME og enheten med ansvar for markedsovervåkning. LME har økt kontrollen med enkeltaktører med store posisjoner i terminmarkedet, og innført opplysningsplikt om store posisjoner i otc- markedet.

14. «Merrill tiltalt» i Dagens Næringsliv 22. mai 1999.

4.3.1 Fra diskusjonen om markedsmakt

Kontrakter notert på varederivatbørser er standardiserte og har vanligvis relativt god likviditet. Det gjør dem velegnet som sikringsinstrumenter, og aktører kan gå inn i salgsposisjoner uten å ha tilgang til den underliggende varen. Ofte stenges posisjonene før bortfall. Alternativt kan partene avtale finansielt oppgjør sjøl om kjøperen kontraktsmessig kan kreve fysisk levering. En aktør som har kontroll med tilbudet i det underliggende markedet og kjøpsposisjoner i derivatmarkedet, kan kreve fysisk levering i derivatmarkedet samtidig som varen holdes tilbake. Når tilbudet reduseres og etterspørselen stiger, øker prisen på varen. Samtidig vil prisen på terminene øke. Arbitrasjehandel vil sikre at innløsningspris og spotpris er tilnærmet like på bortfallstidspunktet (se *"Pris, terminstruktur og volatilitet"* i avsnitt 2.4). Aktører med salgsterminer uten tilgang til underliggende vare vil etterspørre kjøpsterminer for å stenge posisjonen, og dermed unngå krav om fysisk levering.

Markeder med stordriftsfordeler i produksjon, videreforedling eller distribusjon har gjerne relativt få og store aktører. I slike markeder kan enkeltaktører få markedsmakt. En stor markedsposisjon er ikke i alle sammenhenger en fordel. Posisjonene kan gjøre det vanskelig å sikre seg mot markedsrisiko, og kan stille spesielle krav til ledelsens evne til å forstå og forutsi andre aktørers reaksjon.

En dominerende posisjon som brukes til å manipulere markedsprisen opp eller ned kalles en corner eller en skvis. Industrivirksomhet kan være helt avhengig av jevn tilgang av varer, og det gjør varederivatmarkedene og deres underliggende varemarkeder spesielt utsatt for manipulering. Hva som kan karakteriseres som en dominerende posisjon, vil variere fra marked til marked og situasjon til situasjon.

Manipulering kan føre til tap for andre aktører, enten fordi derivatkontraktene synker i verdi eller fordi prisene i derivatmarkedet og det underliggende varemarkedet ikke følger hverandre. Manipulering kan redusere forutsigbarheten og gjøre varederivatmarkedene mindre velegnet til sikringsformål. Tapet av tillit kan føre til at aktører velger å forlate markedet. Det er viktig å huske at det som er en dårlig pris for en kjøper (selger) gjerne er en god pris for selger (kjøper). For å få et riktig bilde må både tap og gevinst telles med.

4.4 Fearnley Futures og fraktderivater 1998

Som eneste ansatt i det nystartede Fearnley Futures AS inngikk en fraktmekler våren 1998 tretten framtidige befraktningskontrakter (se *"Fraktmarkedet"* i punkt 3.2.3). Fraktmekleren ga motparten inntrykk av at han inngikk kontraktene på vegne av et navngitt norsk foretak, men hadde i virkeligheten ikke oppdragsgiver, og var sjøl motpart. For å dekke over feilinformasjonen produserte fraktmekleren falske dokumenter og underskrifter. Disse handlingene ble avslørt da fraktmarkedet utviklet seg negativt fram til bortfall. Fearnley Futures AS var forsikret, og dekket motpartens tap på vel seks millioner kroner. Ovennevnte faktum er basert på omtale i dommen i en påfølgende straffesak.

Fraktmekleren ble i april 1999 dømt i Oslo byrett til ni måneders ubetinget fengsel for grov økonomisk utroskap, grovt bedrageri og dokumentfalsk. Handlingene ble av Oslo byrett ansett som grove fordi beløpet var stort, og fordi Fearnley Futures AS og det engelske verdipapirforetaket tapte goodwill. I

tillegg la retten vekt på at transaksjonene var ganske utspekulerte. I domsslutningen henvises det til straffeloven §§ 276, 275, 183 og 62. Dommen er rettskraftig.

4.5 Holland og tulipanderivater 1637[15]

I 1562 ble de første tulipanløkene importert til Holland, og tulipanens vakre form og farger gjorde den ettertraktet i Amsterdam, Paris og London. Tulipanplanter kunne bli infisert av et virus som ga flerfargede og stripete blomster. Frø av virusinfiserte planter ga ordinære tulipaner, men ved deling av løk ble viruset overført. Tulipanenes attraktive farge ble videreført til den nye løken. Det gjorde virusinfiserte løker sjeldne og verdifulle, og løkene ble solgt enkeltvis. Ordinære løker ble solgt i standardiserte halvkilos-enheter. Løkene ble omsatt i noen sommermåneder etter avblomstring. Den korte salgssesongen var en medvirkende årsak til at det utviklet seg et terminmarked der produsenter solgte løker for framtidig levering. Kontraktene hadde fysisk levering, og ble notarbekreftet.

I 1630-årene vokste det fram et finansielt terminmarked med omsetning av derivater på virusinfiserte løker. Markedet var dominert av aktører utenfor tulipannæringen som håndverkere og bønder. Ved bortfall ble forskjellen mellom spotpris og innløsningspris utvekslet, og ved siden av kontanter ble husdyr, eiendommer, malerier og øl brukt som betaling. Ved kontraktsinngåelse betalte kjøper litt håndpenger til selger. Sommeren 1636 utviklet markedet seg kraftig gjennom en rekke auksjoner i hollandske vertshus. I november startet omsetning av terminer på ordinære løker i standardenheter. Prisen på virusinfiserte og ordinære løkderivater steg kraftig. Særlig kraftig var veksten etter årsskiftet 1636/37 og ordinære løker økte i verdi med en faktor på 25. Tulipanmarkedet kollapset i februar 1637 uten at en i dag kjenner årsaken nøyaktig. Prisene sank til fem prosent av sitt toppnivå i løpet av noen dager, men det er lite informasjon om prisnivået de etterfølgende årene. Auksjonslister hundre år etter kollapsen viser priser som er fra en prosent til 0,005 prosent av nivået før kollapsen. Enkelte har bereknet det årlige prisfallet i en 30-40-års periode etter kollapsen til 28 prosent på spesialløker og 17 prosent på ordinære løker.

På sekstenhundretallet var hollenderne viktige aktører i blant annet Østersjø-handelen og i bank- og forsikringsvirksomhet. Holland var en framgangsrik kolonimakt, og handel med varer fra fjerne himmelstrøk vokste fram ved siden av mer tradisjonsrik virksomhet. På samme tid ble de første børsene etablert, og aksje- og derivatmarkedet vokste kraftig. Den politiske og økonomiske eliten var dominert av aktører fra den tradisjonsrike virksomheten, og det oppsto spenninger mellom gammelt og nytt. Finanshandelen ble av mange innenfor eliten sett på som umoralsk spillervirksomhet, og som en trussel mot egne næringer. I 1610 ble blankosalg (se *"Opsjoner"* i punkt 2.2.1.2) og terminhandel forbudt med mindre selger sjøl eide underliggende objekt. Aktørene i de finansielle derivatmarkedene ble ikke siktet for ulovlig virksomhet, men kontraktene var ikke juridisk bindende for partene. Da tulipanmarkedet falt sammen var det derfor umulig for en selger av en termin å bruke rettsappa-

15. Kilder: G. Davies, A history of money : from ancient times to the present day. University of Wales, Cardiff 1994, P.M. Garber, «Who put the mania in tulipmania?» i Journal of portfolio management 16/1 og A.W. Mullineux, Business cycles and financial crises. Harvester Wheatsheaf, New York.

ratet for å få motparten til å betale, med mindre aktøren tilhørte tulipannæringen. I mai 1638 bestemte Haarlems myndigheter at aktører kunne stenge finansielle terminer ved å betale 3,5 prosent av innløsningsprisen. Andre byer fulgte Haarlems eksempel, men det er uklart hvor mange kontrakter som ble stengt.

4.5.1 Fra diskusjonen om finansielle «bobler»

Tulipanskandalen ble trukket fram i lyset etter det sterke fallet i finansielle markeder i oktober 1987. Den ble brukt som eksempel på en finansiell «boble» og derivatmarkedenes spekulative karakter. En finansiell «boble» er en situasjon der prisene stiger eller synker til et nivå som ikke kan vare ved. Tulipanmarkedet i 1637, finansmarkedet i 1987, det norske eiendomsmarkedet både på slutten av 1980-tallet og tidlig på 1990-tallet beskrives av enkelte som finansielle «bobler». I forhold til investering i aksjer og rentepapirer krever investering i derivater liten kapitalinnsats ved kontraktsinngåelse. Dersom den framtidige forpliktelsen ikke er tilstrekkelig sikret, kan aktører i markedet sitte med en betydelig risiko. Særlig store konsekvenser vil dette kunne få for derivater der aktørene ikke besitter underliggende objekt.

Årsaken til og karakteren av finansielle «bobler» med etterfølgende kriser gis ulike forklaringer. Teoretisk kan det vises at priser som reflekterer forventninger om framtidig fortjeneste, ikke vil ha entydige likevektsverdier. I ettertid kan det observeres om prisene faktisk har vært for høye eller lave. Dermed kan det i ettertid konstateres at det har vært en positiv eller negativ finansiell «boble». Dette vil oftest resultere i en reprising av den aktuelle varen (eller det aktuelle finansielle instrument), men dette er ingen garanti for at det samme ikke skjer igjen. Det kan for eksempel hevdes at boligprisene i Norge falt fra en positiv finansiell «boble» på slutten av 1980-tallet til en negativ finansiell «boble» tidlig på 1990-tallet. Det kan hevdes at den negative «boblen» var et resultat av at den positive «boblen» sprakk, og ofte vil aktørenes handlinger like etter ei krise reflektere erfaringene med krisa. Mange foretak vil begrense utestående gjeld, og legge vekt på økt sikkerhet. Når krisa kommer på avstand øker aktørenes tro på at oppgangen vil fortsette, og det legges mindre vekt på sikkerhet. Flere prosjekter blir lønnsomme når risikopremien reduseres, og investeringene blir i økende grad gjeldsfinansiert. Det øker foretakenes gjeldsgrad. Dette kan skape sterk vekst som kan forsterkes av finansielle innovasjoner med spekulative og risikofylte finansinvesteringer. Hvis renten stiger i en slik situasjon, kan aktørene få problemer med gjeldsforpliktelsene, og med å finansiere nye investeringer. Om de da begynner å selge eiendeler og mange aktører er i samme situasjon, kan prisene falle. Dersom prisene skulle falle slik at verdien av gjelden overstiger verdien av eiendelene, kan ei krise være et faktum. Slike «boblefenomener» og kriser kan ses som et resultat av at aktørene prøver å tilpasse seg rasjonelt til en ukjent framtid. Det er god grunn til å hevde at slike kriser viser en egenskap ved sjølve systemet som ikke kan reguleres bort. Det som eventuelt kan reguleres er robustheten i systemet, det vil si aktørenes evne til å absorbere det sjokket det vil være at en finansiell «boble» brister.

Noen kriser skyldes utilstrekkelig eller inadekvat regulering. Men sjøl om markedsprisen avspeiler all tilgjengelig informasjon, og all ny informasjon er uforutsigbar i et effektivt marked, kan «bobler» bygges opp. Om aktørenes handlinger i dag påvirkes av gårsdagens erfaringer, impliserer det at prisdannelsen delvis kan forutses. Det er ikke i overensstemmelse med teorien om at

ny informasjon er uforutsigbar i effektive markeder (se *"Informasjon"* i punkt 5.2.1.2).

Det kan hevdes at «bobler» er tilfeldige hendelser som ikke kan forutses, og at mange situasjoner som beteknes som «bobler» i virkeligheten ikke er «bobler». En alternativ forklaring på prisfallet i tulipanmarkedet er at det skyldtes endringer i tilbudet av tulipaner, og derfor ikke er et eksempel på en finansiell «boble». Det hevdes at i et hundreårsperspektiv var fallet i 1637 ikke unormalt, sjøl om det var kraftig. Markeder der tilbudet er lite og varen sjelden og ettertraktet får høye priser. Hvis tilbudet økes vil prisen synke. En mulig årsak til det kraftige prisfallet i 1637 var at eliten i det hollandske samfunnet stengte de nye markedene ute og gjorde dem illegale for å beskytte sine egne økonomiske interesser.

4.6 Problemer i clearingsentraler

Bruk av clearingsentraler vil normalt bidra til redusert risiko. Som framholdt i *"Clearing"* i punkt 2.2.2.3 vil sentrale motparter i egen interesse vanligvis ha gode rutiner for risikohåndtering. I clearingsentraler med dårlige eller manglende rutiner kan det imidlertid være betydelig risiko. For varederivater har det vært noen eksempler på dette de siste tiårene.[16]

4.6.1 Sukker i Paris 1974

På begynnelsen av 1970-tallet ble det avslørt at bokførte beholdninger av sukker i Sovjetunionen i realiteten var betydelig lavere enn hva Sovjetunionen tidligere hadde offentliggjort. Dette førte til økt etterspørsel etter sukker, og kraftig prisstigning. Også i Norge ble det satt i verk tiltak som hadde som formål å holde norske konsumenter skadesløse i denne perioden. Spekulasjoner i sukkermarkedet førte til at prisen doblet seg fra september til november 1974. Mange deltakere i den finansielle handelen med futurekontrakter på sukker på varebørsen i Paris klarte ikke å dekke inn de marginkravene clearingsentralen (Caisse de Liquidation) etter hvert stilte som følge av den voldsomme prisøkningen. Myndighetene måtte til slutt stenge markedet for futurekontrakter på sukker.

Clearingsentralen bidro til å forverre situasjonen på tre måter: For det første ble marginkravene ikke justert automatisk med volatiliteten i sukkerprisen. De ble heller ikke justert i takt med prisutviklingen sjøl etter at deltakerne ba om det. For det andre ble markedet ikke informert om at en enkelt deltaker, Nataf Trading House (Nataf) hadde tilstrekkelig store posisjoner til å påvirke markedsprisen. For det tredje var reglene om fordeling av tap uklare. Nataf gikk konkurs, og det førte til at også clearingsentralen ble insolvent. Sukkermarkedet åpnet ikke igjen før i juni 1996, og da med nye regler for avrekning.

4.6.2 Palmeolje i Kuala Lumpur 1983

Kuala Lumpur Commodity Exchange var en ny derivatbørs som blant annet omsatte palmeoljekontrakter. Økt markedskonsentrasjon med etterfølgende prispress kombinert med en økende mengde udekkede salgsposisjoner hos

16. Kilde: B. Hills og S. Parkinson, «Central counterparty clearing houses and financial stability» i Financial stability review juni 1999.

en viktig mellommann, førte til omfattende svikt. Seks mellommenn som hadde utestående posisjoner på til sammen 70 millioner dollar gikk konkurs, og børsen ble stengt.

En arbeidsgruppe som skulle undersøke omstendighetene rundt hendelsen la mye av skylden på clearingsentralen. Det gikk tolv dager fra presset på prisene økte til den første mellommannen gikk konkurs. Clearingsentralen ble særlig kritisert fordi den ikke utnyttet dette tidsrommet til raskt å avklare omtvistede kontrakter, og iverksette krisetiltak. Clearingsentralen var bare tre år gammel, og de ansatte hadde lite erfaring. Arbeidsgruppen kritiserte for øvrig mellommennene for ikke å ta sin del av risikohåndteringen. Særlig ble det framhevet at mellommenn måtte være kritiske med hensyn til hvem de tok som klienter, og innenfor hvilke rammer de handlet.

4.6.3 Lærdommer

Episodene nevnt under *"Sukker i Paris 1974"* i punktene 4.6.1 og *"Palmeolje i Kuala Lumpur 1983"* i 4.6.2 gir eksempler på at clearing og oppgjør gjennom en clearingsentral ikke er noen garanti for at risiko blir redusert til et akseptabelt nivå. Det er helt avgjørende at clearingsentralen har rutiner og prosedyrer som er egnet til å håndtere risiko. I *"Sukker i Paris 1974"* i punkt 4.6.1 er det påpekt at marginene må justeres, og særlig når volatiliteten endres. I *"Handlingsforløpet"* i punkt 4.8.1 vil det bli påpekt at dette ble gjort da det var særlig store prisendringer på kraftderivater i Norge våren 1999. Det var nyttig og viktig i dette tilfellet, men det er ikke slik at dette alltid er riktig medisin. I *"Fra diskusjonen om sikringskontrakter"* i punkt 4.2.1 påpekes det at økte marginkrav mot Metallgesellschaft forverret situasjonen. Eksemplene illustrerer at risikohåndtering er et krevende fagfelt som krever oppmerksomhet og oversikt over mange faktorer. Vedlegg 2 gir en nærmere oversikt over risiko i clearingsentraler, og egnede tiltak for å sikre god praksis.

4.7 Næringslivets Innkjøpsorganisasjon 1996

I løpet av nittitallet har det vært noen konkurser i kraftmarkedet som for eksempel Norgeskraft AS i 1996, Næringslivets Innkjøpsorganisasjon AS (NI) i 1996 og Kraftlots Europa AB i 1997. NI hadde omsetningskonsesjon fra NVE for kjøp og salg av fysisk kraft. NI var sjøl ikke kraftprodusent, og kjøpte kraft direkte fra kraftprodusenter og i Nord Pools spotmarked (Elspot). Sommeren 1996 hadde NI leveringsforpliktelser til sine 900 kunder på i alt 180 millioner kroner gjennom otc-terminer med fysisk levering. NI hadde prissikret tretti prosent av leveringsforpliktelsen, og planla å kjøpe det restende i Elspot. Lite nedbør og en kald vinter presset prisene opp, og spotprisen ble dermed liggende over den faste prisen i otc-kontraktene. NI fikk likviditetsproblemer og misligholdt sine betalingsforpliktelser overfor Nord Pool. Nord Pool suspenderte derfor foretaket i henhold til avtaleverket. NI hadde ikke posisjoner i Nord Pools terminmarked (Eltermin) på suspensjonstidspunktet. NI ble tatt under konkursbehandling 30. mai 1996. Booppgjøret ga et samlet tap for NIs kreditorer på omtrent 120 millioner kroner. Siden all handel på Nord Pool cleares, ble de opprinnelige motpartene i NIs kjøp i Elspot ikke berørt av konkursen. De hadde Nord Pool som motpart. Nord Pool brukte NIs bankgaranti overfor Nord Pool til å dekke utestående fordringer på foretaket. Det er motpartene i otc-kontrakter som har tapt på konkursen.

4.7.1 Lærdommer

Det er blitt hevdet at NI utad framsto som en formidler mellom kraftkjøpere og kraftselgere. Kundene kunne dermed få inntrykk av at deres kraftkjøpsavtale med NI hadde liten risiko. I virkeligheten tok NI egne posisjoner, og hadde markedsrisiko på alle åpne posisjoner. Det er grunn til å tro at NI antok at kraftprisene skulle falle utover våren, siden bare 30 prosent av forpliktelsen var sikret. Dersom prisen hadde sunket, kunne NI kjøpt kraft til en lavere pris i spotmarkedet enn det NI hadde avtalt med sine kunder.

4.8 Omsetningsrekord i kraftderivatmarkedet 1999[17]

4.8.1 Handlingsforløpet

I uke 17 i 1999 (26. til 30. april) ble det satt ny omsetningsrekord i kraftderivatmarkedet. På Nord Pool ble det handlet 23,4 TWh i uke 17, mot et ukegjennomsnitt i 1999 (uke 1-16) på 3,4 TWh. Otc-kontrakter innmeldt til clearing i uke 17 var på 29, 6 TWh. Ukegjennomsnittet for 1999 (uke 1- 16) var på 11,3 TWh. Onsdag 28. april var et høydepunkt med 11,8 TWh innmeldt til clearing. Det daglige gjennomsnittet for 1999 fram til denne dagen hadde vært 2,4 TWh. På Nord Pool ble det samme dag handlet 12,7 TWh mot en gjennomsnittlig dagsomsetning for 1999 (uke 1-16) på 0,8 TWh. Nord Pool antar at omkring 90 prosent av den standardiserte otc-handelen blir clearet. Volumet innmeldt til clearing er således en indikasjon på omsetningen i otc-markedet. Omsetningsverdien av clearede kraftderivater onsdag 28. april var i overkant av 3,4 milliarder kroner, mens omsetningsverdien av handelen med aksjer og grunnfondsbevis over Oslo Børs samme dag var omtrent 1,2 milliarder kroner. Dette er første gang omsetningen av standardiserte kraftderivater har vært større enn omsetningen på Oslo Børs.

Tabell 4.1 viser priser for årskontrakter i år 2000, 2001 og 2002. Prisene ved slutten av uke 16 var lavere for alle kontrakter enn prisene ved utgangen av uke 17 og utgangen av mai måned. Videre går det fram at maksimalpris for uke 17 for alle kontrakter var høyere enn utgangen av uke 17 og utgangen av mai. Avviket i løpet av uke17 var ikke innenfor det som reknes som normale avvik ifølge Nord Pool.

Tabell 4.1: Priser på årskontrakter

	Årskontrakt		
	2000	2001	2002
Utgangen av uke 16 (23. april)	122,25	129,50	136,50
Maksimalt uke 17	140,10	149,85	159,3
Utgangen av uke 17 (30. april)	128,20	138,00	146,63
Utgangen av mai	130,48	140,75	147,71

Nord Pools prisstillere (market makere) stilte kontinuerlig nye priser gjennom hele perioden. Nord Pool har en avtale med prisstillerne om maksimalstørrelsen på forskjellen mellom kjøps- og salgspris (prisgapet), og dette

17. Beskrivelsen bygger i hovedsak på opplysninger fra Nord Pool.

ble utvidet i løpet av uke 17 etter avtale mellom prisstillerne og Nord Pool. En av Nord Pools prisstillere trakk seg med øyeblikkelig virkning i uke 17, men de andre opprettholdt virksomheten. Onsdag 28. april ble aktørene varslet om at marginsatsene ville bli økt med to prosentpoeng for enkelte kontrakter med virkning fra neste dag. Alle aktørene overholdt de nye kravene i rett tid.

4.8.2 Fra diskusjonen om årsaker

Prisene i kraftderivatmarkedet hadde falt gjennom hele vinteren 1998/99 og kuliminerte foreløpig i uke 17. Det at mange av aktørene anså at bunnen var nådd for en slik prisutvikling, anser Nord Pool som den viktigste årsaken til den store handelen som oppsto. I samme tidsrom økte omsetningen av otc-opsjoner med terminer som underliggende. Opsjonshandelen hadde gjennom flere år vært stigende, men veksttakten økte i de første månedene av 1999. Dette førte også til større handel i de underliggende terminer. Utstedere av opsjoner kan sikre seg mot markedsrisiko gjennom posisjoner i underliggende terminer. Ved store prisendringer kan antallet opsjoner som ligger an til å bli innløst endre seg raskt, og det kan få konsekvenser for behovet å sikre seg gjennom kjøp av underliggende terminer. Videre kan aktører ha egendefinerte rammer for hvor høy risiko de kan være eksponert for, både totalt og innenfor den enkelte kontraktstype. Når det er store prisendringer, vil aktørene måtte kjøpe eller selge mer enn vanlig for å overholde disse rammene. Nord Pool antar at flere aktører, både foretak i den fysiske handelen og mellommenn måtte justere porteføljen flere ganger i samme uke for å holde seg innenfor rammene som følge av prisøkning og prisfall.

Perioden fra slutten av april til midten av juni er en overgangsperiode mellom sommer og vinter. I løpet av disse ukene vil markedet få ny informasjon om blant annet størrelsen på snømagasinene og tida for snøsmelting. Denne informasjonen er viktig for tilbudet framover, og perioden er av den grunn ofte preget av stor usikkerhet om framtidige priser.

Det er grunn til å anta at beslutningen om å øke prisgapet mellom salgs- og kjøpspriser og økningen av marginsatsene til en viss grad bremset omsetningen. Dette bidro til at markedsplassen fungerte tilfredsstillende. I situasjoner med store prisavvik er det spesielt viktig at markedet fungerer, fordi aktørene da kan ha særskilt behov for rask endring av sikringsporteføljene. Systemet med prisstillere var trolig avgjørende for at markedsplassen klarte å håndtere den høye omsetningen uten at forskjellen mellom kjøps- og salgspriser ble så stor at aktørene ikke kunne bruke markedet som forutsatt.

I pressen ble den store handelen i kraftderivater slått stort opp, og koplet sammen med noe usikkerhet knyttet til to av prosjektene for legging av kabler mellom Norge og kontinentet. Kabelsamarbeidet omfatter langsiktige forpliktelser om eksport og import av elektrisk kraft, og mulighet for kortsiktig kraftutveksling. Det planlegges en kabel mellom Norge og Nederland (NorNed), med idriftssettelse i 2002 med Norsk Krafteksport som norsk deltaker. Det er også planlagt to kabler mellom Norge og Tyskland (EuroKabel og Viking Cable) med idriftssettelse i 2004. EuroKraft Norge AS (EuroKraft) og Statkraft SF er norske deltakere.

Usikkerhet knyttet til en av kablene til Tyskland ble først kjent gjennom pressemelding fra EuroKraft 22. april. Informasjon om sammenbruddet i NorNed-forbindelsen ble kjent for markedet gjennom en melding til Københavns Fondsbørs 26. april fra den danske børsnoterte kabelprodusenten NKT Cabels. Børsmeldingen opplyste at partene i det norsk-nederlandske kabelsa-

marbeidet hadde sagt opp avtalen med NKT Cabels, fordi de ikke hadde oppnådd den nødvendige offentlige godkjenning. Den 27. april sendte Statnett SF en pressemelding med omtrent samme innhold.

Det er blitt reist tvil om pressen kan ha hatt rett i sine antakelser om at kabelsamarbeidet kan ha vært en av årsakene til omsetningsrekorden. Det blir hevdet at siden den norsk-tyske kabelen ikke skulle settes i drift før i 2004, kunne ny informasjon ikke få innvirkning på terminer med bortfall før 2004. Ingen kontrakter på Nord Pool hadde bortfall etter 2002. NorNed-kabelen derimot skulle ferdigstilles i 2002, slik at endringer i forhold til dette, ville kunne få innvirkning på terminprisene. Det er ellers vanskelig å si med sikkerhet om kabelforbindelsene ville føre til høyere eller lavere priser i Norge. Det ville avhenge av om Norge ble nettoeksportør eller nettoimportør av kraft, og forholdet mellom kraftprisene i Norge og kontinentet.

Ny informasjon om framtidig tilbud og etterspørsel kan ha betydning for prisen (se *"Informasjon"* i punkt 5.2.1.2). De aktørene som først får informasjon, kan handle på bakgrunn av denne. I mange markeder er det regler som sikrer at visse typer informasjon kommer raskt og samtidig til markedet. For eksempel har Norges Bank rutiner som skal sikre at informasjon om renteendringer kommer samtidig til hele markedet.

4.9 Avslutning

I dette kapitlet er det blant annet beskrevet noen situasjoner der vare- og varederivatmarkedene ikke har fungert, eller der prissikringsstrategier ikke har virket etter hensikten. Det skyldes i noen tilfeller at aktører bevisst har forsøkt å manipulere eller svindle. I andre tilfeller har det oppstått nye og uvante situasjoner der det er vanskelig å forutsi hva som vil hende. Kompleksiteten i markedene og instrumentene fører til at enkelte aktører ikke fullt ut overskuer de risikoene som er forbundet med deltakelse i vare- og varederivatmarkeder. I *"Fra lærdommen om hendelser i varederivatmarkeder"* i avsnitt 5.7 blir disse hendelsene drøftet i lys av reguleringsbehovet.

Kapittel 5

Behovet for regulering

I kapitlene to til fire er det belyst hvordan og hvorfor markeder for varederivater oppsto og norske aktørers bruk av slike markeder. Det er også gjort greie for situasjoner der slike markeder har vært «truet» eller utsatt for kritikk. Dette kapitlet skal kartlegge i hvilken grad det er behov for regulering for at slike markeder skal fungere godt. Drøftingen innledes med en kort oppsummering i *"Varederivatenes samfunnsøkonomiske funksjon"* i avsnitt 5.1 av nytten til slike markeder. Konklusjonen er at de kan være nyttige til omfordeling (kjøp eller salg) av risiko slik at samfunnets totale kostnader ved risikobæring reduseres.

Økonomisk teori gir innsikt i hvilke vilkår som må være oppfylt for at slike markeder skal fylle funksjonene sine på en god måte. Dette temaet er i *"Motiver for regulering"* i avsnitt 5.2 begrenset til en drøfting av økonomiske funksjoner som kan tilsi ulike former for regulering. Et påvist behov for regulering innebærer imidlertid ikke uten videre at det er påvist et behov for offentlig regulering. I mange sammenhenger vil former for sjølregulering kunne være tilstrekkelig. Det er derfor nødvendig å se om det foreligger sterke nok insentiver til sjølregulering. *"Regulering av funksjoner i markedet"* i Avsnitt 5.3 oppsummerer hvilke økonomiske funksjoner som eventuelt bør reguleres.

Om det, når økonomiske kjennetegn og økonomiske kategorier drøftes kan være grunner til offentlig regulering, er det ikke sikkert det finnes hensiktsmessige juridiske kjennemerker det kan reguleres etter. I *"Regulering av et norsk marked"* i avsnitt 5.4 vil *utvalget* drøfte hvilke aktører og forhold det kan formes ut regler for. Det gjøres ved å ta utgangspunkt i et rendyrket nasjonalt marked der både kjøpere, selgere og ulike markedsorganisatorer er norske. Slike rendyrkede markeder finnes ikke, og i *"Problemstillinger omkring grensekryssing"* i avsnitt 5.5 drøftes derfor problemstillinger omkring grensekryssing, det vil si norsk deltakelse i utenlandske markeder og utenlandsk deltakelse i norske markeder.

Kapittel 5 avslutter de økonomiske drøftingene. De juridiske vurderingene og utvalgets forslag vil framgå av *"Rettslige forhold"* i kapitlene 6, 7, 9 og 10.

5.1 Varederivatenes samfunnsøkonomiske funksjon

Utvalget har beskrevet utviklingen av markeder for varederivater i *"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver"* i kapittel 2 og den norske deltakelsen i markeder for varederivater i *"Markeder med norske aktører"* i kapittel 3. Av beskrivelsen framgår det at varederivatmarkedenes viktigste funksjon er overføring og fordeling av risiko mellom aktørene. Utviklingen mot globalt sammenhengende markeder, de økte prissvingningene på finansielle instrumenter og råvarer fra 1970-tallet, kommunikasjonsteknologisk utvikling og ny forståelse for hvordan risiko kan dekomponeres og sikringsinstrumenter etableres, har ført til at derivatmarkedene har vokst kraftig.

I siste halvdel av 1800-tallet ble det etablert varebørser for omsetning av varederivater. For å lette omsetteligheten ble disse varederivatene standardisert med hensyn til kvalitet, størrelse, leveringstid og leveringssted. Oppdelin-

gen i andeler gjorde det lettere for aktørene i varemarkedet å dele risikoen på flere motparter, og standardiseringen førte til lavere transaksjonskostnader.

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 *"Likviditet"* i 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.

Varederivatene vokste fram som et svar på aktørenes behov for bedre kontroll med markedsrisikoen. Med overgangen fra kontanthandel til derivathandel ble markedsrisikoen erstattet med en kredittrisiko på motpartene. For å redusere kredittrisikoen har det vokst fram et clearingsystem med en sentral motpart i varederivathandelen.

Varederivatenes oppdeling i andeler som omsettes i et annenhåndsmarked, har mange likhetstrekk med markedene for finansielle instrumenter. I aksje- og rentemarkedet er det en tilsvarende oppdeling i standardiserte andeler og omsetning av disse i et annenhåndsmarked. Disse forholdene er nærmere belyst i verdipapirhandellovutvalgets innstilling.[18]

5.2 Motiver for regulering

5.2.1 Effektivitet

Ifølge økonomisk teori vil det, under visse betingelser, oppnås mest effektiv ressursutnyttelse i markeder med fullkommen konkurranse. Slike perfekte markeder er imidlertid teoretiske konstruksjoner, og teoribetingelsene vil ikke være fullt ut oppfylt i praksis. For å belyse hvor effektivt markedene fungerer, kan det blant annet undersøkes hvordan prisen dannes, hvor mange aktører det er i markedet og hvilken informasjon de ulike aktørene har tilgang til.

5.2.1.1 Markedsmakt

I et effektivt marked er prisdannelsen slik at det skapes balanse mellom tilbud og etterspørsel. Likevektsprisen er bestemt av alle aktørenes transaksjoner, men hver enkelt aktør har ikke merkbar innflytelse på prisen. I slike markeder kan aktørene til enhver tid rekne med at en liten økning i tilbudet kan omsettes til markedsprisen, og at prisen ved kjøp og salg ikke vil være annerledes for andre aktører.

18. NOU 1995:1 *"Markeder med norske aktører"* i kapittel 3.

For at en enkeltaktør ikke skal ha innflytelse på prisen, må det til enhver tid være flere aktører. Teoretisk sett har en tilbyder markedsmakt dersom prisen på tilbyderens produkt kan økes uten at hele salget forsvinner. Aktører med markedsmakt vil kunne få større fortjeneste ved å utnytte markedsmakten, enn i et marked med fullkommen konkurranse. Monopolmarkeder vil vanligvis samfunnsøkonomisk sett være mindre effektive enn frikonkurransemarkeder.

5.2.1.2 Informasjon

I økonomisk teori brukes effektivitetsbegrepet også til å karakterisere markeder etter hvor mye informasjon som er reflektert i prisen, og hvor raskt markedsprisen reflekterer ny informasjon. Markeder der all *offentlig* og *privat*-informasjon er reflektert i prisen defineres som sterkt effektive. Ingen aktører kan i slike markeder ha mer avkastning enn andre uten å ta større risiko. Markeder der all *offentlig* tilgjengelig informasjon er reflektert i prisen kalles middels effektive. I slike markeder kan aktører med *privat* informasjon få ekstra avkastning uten å ta ekstra risiko. Markeder der verken all offentlig eller all privat informasjon er reflektert, kalles svakt effektive. I markeder som er svakt effektive kan aktører ved å nyttiggjøre seg informasjon om den historiske avkastningen få ekstra avkastning uten å ta ekstra risiko.

På grunn av kostnaden ved å tilegne seg informasjon, vil aktørene veie kostnaden ved mer informasjon mot den antatte gevinsten fra denne informasjonen. Å tilegne seg informasjon består her både i å få kjennskap til en «nyhet», og å analysere denne «nyhetens» betydning for pris og/eller kvantum (tilbudt og etterspurt mengde) i markedet. Ettersom kostnader og gevinster ved informasjon ikke er lik for alle aktører, vil aktørenes informasjonsnivå være forskjellig. Med mange nok informerte aktører vil markedsprisen gjenspeile all informasjon, og uinformerte aktører vil ikke ha insentiv til å bli mer informert. De uinformerte kan handle til markedsprisen som gjenspeiler all tilgjengelig informasjon. I slike situasjoner vil ikke de informerte ha insentiv til å opprettholde informasjonsnivået, og andelen aktører som ikke tar kostnaden ved informasjonsinnhenting vil øke. Når mengden informasjon som er reflektert i markedsprisen reduseres, vil noen aktører igjen kunne få gevinst ved å skaffe seg informasjon.

Når det tas hensyn til kostnadene ved informasjonsinnhenting, vil et marked ikke fullt ut kunne karakteriseres som stabilt sterkt, middels eller svakt effektivt. Mindre informerte aktører kan velge å la seg informere ved å observere atferden hos mer informerte aktører. Med atferd menes her hvilke volum, og til hvilke priser en aktør handler. De informerte aktørene vil dermed ha en interesse av å skjule sin atferd, for da vil verdien av den private og eksklusive informasjonen være høyest.

Prisen på et varederivat er avledet av prisen på den underliggende varen. Hvis det er forskjell mellom prisen på varen og varederivatet ved bortfall, vil det kunne oppstå arbitrasjemuligheter. Det vil si at aktører uten markedsrisiko kan få gevinst ved å kjøpe i det ene markedet og selge i det andre (se *"Pris, terminstruktur og volatilitet"* i avsnitt 2.4). Ny informasjon som endrer markedsprisen i spotmarkedet vil dermed vanligvis få følger for prisen i derivatmarkedet, og informasjon om spotmarkedet vil være relevant informasjon for aktørene i varederivatmarkedet. Effektiviteten i varederivatmarkedet vil derfor vanligvis være avhengig av informasjonsnivået både i derivatmarkedet og i spotmarkedet.

Likviditeten i annenhåndsmarkedet har innvirkning på hvor store poster av et varederivat som kan selges eller kjøpes uten at prisen endres (se *"Likviditet"* i punkt 2.2.2.4). Det er grunn til å anta at aktørene vil kreve en likviditetspremie som kompensasjon for risikoen for at prisen flytter seg som følge av en transaksjon. Størrelsen på likviditetspremien er avhengig av hvor likvid annenhåndsmarkedet er. Fra et samfunnsøkonomisk synspunkt er det ønskelig at likviditetspremien er lav, fordi risikofordelingen i varederivatmarkedet da vil bli mer fullstendig enn hvis premien er høy.

5.2.1.3 Konklusjon

Drøftingen i *"Effektivitet"* i punkt 5.2.1 viser at det kan være behov for regulering for å sikre effektiviteten i markedet. Effektiviteten er avhengig av tilstrekkelig konkurranse, og det kan være behov for å forhindre at aktører utnytter markedsmakt. 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. Drøftingen av hvilke aktører eller funksjoner som eventuelt skal reguleres kommer i *"Regulering av et norsk marked"* i avsnitt 5.4.

5.2.2 Tillit

Hvor effektivt varederivatmarkedet virker avhenger blant annet av hvor forutberegnelig det er. Markedets infrastruktur, inklusive regler for markedsplasser og mellommenn, er viktig for tilliten investorene har til markedet. Sentrale faktorer er sikkerhet for at relevant informasjon blir offentliggjort, at markedsprisen er lik for alle aktører og at oppgjør skjer som avtalt. I mindre forutberegnelige markeder vil aktørene kreve kompensasjon i form av høyere gjennomsnittlig avkastning for å delta, fordi risikoen i slike markeder er høyere enn om markedet er mer forutberegnelig. Den samfunnsøkonomiske gevinsten kan bli redusert ved at aktører ikke deltar i markedet fordi kostnaden ved prissikring blir for høy.

5.2.2.1 Ordnet og sikker handel

Med en «ordnet handel» forstås det vanligvis at mellommannsvirksomheten og markedsplassene fungerer hensiktsmessig, og at investorene kan ha tillit til at disse opptrer i investorenes interesse. Tilliten til mellommannsvirksomheten er avhengig av at investorene kan stole på at mellommannen lar investorens interesser gå foran sine egne, og at mellommannen har den nødvendige soliditet, likviditet og kompetanse. Når en mellommann stiller bindende priser (se *"Nord Pool"* i punkt 3.4.7.1) vil aktørenes tiltro til prisene avhenge av tilliten til mellommannen, men om det er flere prisstillere for samme vare vil alle kunne ha tillit til den beste bindende prisen som stilles.

Tilliten til en markedsplass er avhengig av at markedsplassens priser er et pålitelig uttrykk for markedsprisen, og at aktørene er beskyttet mot forskjellsbehandling. Et viktig hensyn i denne sammenheng er å bidra til at investeringsbeslutninger kan tas på grunnlag av lik og samtidig informasjon. Før investeringsbeslutningen tas, vil investoren ønske mest mulig informasjon om hvilke priser og volumer som handles i markedet. I hvilken grad investorene har tilgang til slik informasjon avgjør hvor gjennomsiktig markedet er. Graden

av gjennomsiktighet er dermed avhengig av hvor fort informasjon om inngåtte handler blir kjent for resten av markedet.

Begrepet «sikker handel» betyr vanligvis at oppgjøret skjer som avtalt, og med utveksling av avtalte ytelser. Sikkerheten i clearingsystemet, betalingsformidlingen og oppgjørsbankene er avgjørende for at aktørene kan ha tillit til oppgjøret (se vedlegg 2).

5.2.2.2 Konklusjon

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, markedsplassens gjennomsiktighet og sikkerheten i oppgjøret.

5.2.3 Forholdet til det underliggende markedet

Siden prisen på derivatet avledes av prisen på den underliggende varen, er det nødvendigvis en nær sammenheng mellom derivatmarkedet og det underliggende varemarkedet. Forhold i det ene markedet kan påvirke det andre. *"Noen hendelser fra varederivatmarkedene"* i Kapittel 4 viser eksempler på at forsøk på manipulering og svindel i varemarkedet eller varederivatmarkedet eller begge har ført til situasjoner med svært høye priser i varemarkedet. *Utvalget* kjenner imidlertid ikke til situasjoner fra moderne tid der varemarkedene har brutt sammen som følge av aktiviteten i derivatmarkedene. På Oslo Børs blir imidlertid finansielle derivater automatisk suspendert fra handel dersom det underliggende instrumentet, for eksempel en aksje blir suspendert fra handel på Oslo Børs. Bakgrunnen for dette er at sammenhengen mellom prisen på verdipapiret og derivatet anses direkte og umiddelbar. For varer ville det ikke være meningsfylt å kreve en tilsvarende praksis, fordi varen alltid omsettes.

5.2.3.1 Konklusjon

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 sammenhengen 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.

5.2.4 Finansiell stabilitet

Finansiell stabilitet er ingen klar og entydig størrelse, og definisjonen skifter med tid og sted og hvem som definerer stabiliteten. Banklovkommisjonen skriver følgende i sin utredning om betalingssystemer med videre:[19]

> «Finansiell stabilitet innebærer at hele den finansielle sektor med alle dens forbindelser mellom aktørene er i en form for likevekt. I en situasjon med finansiell stabilitet vil problemer i finansinstitusjoner og økonomiske forstyrrelser fra andre deler av økonomien ikke true tilliten til de finansielle markedene, til andre aktører eller til finanssek-

19. NOU 1996: 24, side 58-59.

toren som helhet. Systemet vil bringes tilbake i likevekt uten alvorlige tap for aktørene i markedet eller publikum.»

I forarbeidene til verdipapirhandelloven[20] betones finansmarkedets betydning for fordeling av risikovillig kapital, og for effektiv utnyttelse av pengepolitiske tiltak. Betydningen er dels begrunnet i det offentliges eget bruk av markedet gjennom låneinstrumenter, dels i næringslivets behov for stabile og veldrevne kapitalmarkeder for å skaffe risikokapital. Dersom den siterte definisjonen over legges til grunn, må sammenhengen mellom varederivatmarkeder og det finansielle markedet være så nær at det er fare for at ei krise i varederivatmarkedet kan smitte over på det finansielle markedet, før ei regulering av varederivatmarkedet av hensynet til finansiell stabilitet kan sies å være et motiv. *Utvalget* legger denne forståelsen av begrepet til grunn.

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 beskjeden. Disse institusjonene vil dessuten måtte stille kapitaldekning for sin handel i varederivater som følge av en endring i EUs kapitaldekningsdirektiv (CAD),[21] se *"Soliditet og likviditet"* i 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.

5.2.4.1 Konklusjon

Det er i dag ikke et behov for regulering av varederivatmarkeder for å sikre finansiell stabilitet.

5.2.5 Kundebeskyttelse

5.2.5.1 Investorkontroll av mellommenn

Behovet for særregler for god forretningsskikk kan begrunnes med at investorene har spesielle problemer knyttet til å bedømme risiko, pris eller avkastningsforhold. Slike problemer kan oppstå i spesielt kompliserte markeder, eller der det er et ønske om særskilt beskyttelse av investorer som ikke kan anses som profesjonelle. I handel med finansielle instrumenter forutsettes det at en profesjonell investor har større forståelse for hvordan markedet fungerer enn en som ikke er profesjonell.

Det norske verdipapirmarkedet har virksomhetsregler som stiller krav om god forretningsskikk ved mellommannsvirksomhet. Reglene har betydning for hva kunden skal opplyses om, og framgangsmåten til mellommannen ved gjennomføringen av en handel. Reglene tar sikte på å håndtere og

20. NOU 1995: 1, side 18.
21. EU-direktiv 98/31/EC av 22. juni 1998. Annex VII.

redusere mulige interessemotsetninger mellom kunden og mellommannen eller mellom forskjellige kunder. Reglene innebærer blant annet at kundens interesser skal gå foran mellommannens, og at kunder ikke skal forskjellsbehandles på usaklig grunnlag. Kundebeskyttelse er en problemstilling knyttet til flere sider av mellommannsvirksomheten, som internhandel, prioritering av ordrer og likebehandling.

En handel der mellommannen kopler kjøps- og salgsordrer fra egne kunder uten bruk av markedsplass kan beteknes som en internhandel. Dersom det ikke foreligger en entydig markedspris kan det være vanskelig for kunden å bedømme om handelen er utført til beste pris, med mindre mellommannen er prisstiller. Dersom kjøps- og salgsordrene ikke lyder på samme antall verdipapirer, må mellommannen vurdere om en stor ordre skal vente, eller om den skal deles. Markedsprisen vil normalt svinge uforutsigbart i løpet av dagen. Tidspunktet for når handelen sluttes har derfor betydning for hvilken pris det handles til. Ifølge normen om god forretningsskikk i handel med finansielle instrumenter, jf verdipapirhandelloven § 9-2 skal kundene prioriteres i den rekkefølge de har lagt inn ordre: Først i tid, best i rett. Det er ikke vanlig at mellommenn har handelssystemer som gir kundene anledning til å se i hvilken rekkefølge ordrene er lagt inn, og til hvilke priser. Kunden må kunne stole på at mellommannen likebehandler kundene. Mellommenn i verdipapirhandel plikter å ha tilstrekkelig opplysninger til at det i ettertid blant annet kan kontrolleres om kunder er blitt forskjellsbehandlet.

Markedsplasser som har handelssystemer der både kunder og mellommenn kan følge handelen kontinuerlig, gir kunder som er villig til å betale for slik informasjon bedre mulighet til å kontrollere mellommannen enn systemer der bare mellommenn har adgang til prisinformasjon. Det vil variere hvor mye informasjon som offentliggjøres. På Oslo Børs kan aktørene, både investorer og mellommenn, se dybden i markedet, det vil si hvor mange og hvilke ordrer som ligger inne i handelssystemet.

5.2.5.2 Profesjonelle kontra ikke-profesjonelle investorer

Som vist i *"Markeder med norske aktører"* i kapittel 3 er de norske investorene i varederivatmarkedene i dag først og fremst foretak fra det underliggende varemarkedet eller beslektede markeder. Disse investorene bruker varederivatmarkedet blant annet til prissikring, altså som ledd i sin alminnelige næringsvirksomhet. Slike investorer vil kunne karakteriseres som profesjonelle aktører, som må antas å ha de nødvendige ressurser til å vurdere markedet. Skillet mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle aktører er nedfelt i EU-retten. Finansielle investorer har vært aktive i internasjonale varederivatmarkeder. Dette har først og fremst vært profesjonelle investorer fra finansmarkedene. Enkelte varederivatmarkeder, som gullmarkedet har vært markedsført som en investeringsmulighet for privatpersoner som ikke nødvendigvis vil kunne betraktes som profesjonelle investorer. Det er *utvalgets* inntrykk at omfanget av slik investeringsvirksomhet i Norge har vært ubetydelig. Et marked kan reguleres blant annet for å forebygge forskjellsbehandling, men det vil likevel ikke være mulig å regulere bort forekomsten av bedrageri. I tillegg til bedrageri som vil være lovstridig, vil det trolig også finnes eksempler på uønskede forhold som ei regulering ikke vil kunne dekke.

5.2.5.3 Konklusjon

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.

5.3 Regulering av funksjoner i markedet

Gjennomgangen av mulige motiver for regulering i *"Motiver for regulering"* i avsnitt 5.2 viser at det kan være behov for å sikre at markedet fungerer effektivt og har den nødvendige tillit for å kunne oppnå maksimal samfunnsøkonomisk gevinst. Viktige forutsetninger for effektive markeder er blant annet at ingen enkeltaktør kan påvirke prisen, at markedsprisen gjenspeiler informasjon om tilbud og etterspørsel og at likviditeten i annenhåndsmarkedet (se *"Likviditet"* i punkt 2.2.2.4) gjør at en enkelt aktør kan kjøpe eller selge uten at prisen endres. For å kunne tiltrekke seg investorer og derved oppnå et mer effektivt marked, er det nødvendig at aktørene har tillit til markedsplassens og mellommennenes uavhengighet, og at oppgjør vil finne sted som avtalt.

De sentrale funksjonene i et varederivatmarked er markedsplass, clearing og oppgjør. På markedsplasser dannes markedsprisen. Kontraktene sikres gjennom oppgjør og clearing. Varederivatmarkedene har profesjonelle mellommenn som formidler kontrakter og eventuelt forestår oppgjør. Mellommannen formidler informasjon om handel, og tar initiativ til handel ved å kontakte mulige investorer. Investorene bruker markeder som dekker deres behov, og de som ikke har egen ekspertise på derivathandel, er avhengige av å bruke rådgivere. For at en investor skal velge å bruke mellommann, må investoren føle seg trygg på at mellommannen handler i investorens interesse blant annet ved ikke å la andre interesser gå foran investorens. Hvis ikke kan investorer med sikringsbehov unnlate å bruke markedet med den følge at den samfunnsøkonomiske gevinsten kan bli mindre enn den kunne ha blitt.

I drøftingen av hvilke funksjoner som eventuelt skal reguleres vil først behovet for adekvate regler for markedsplass, clearing og oppgjør bli vurdert, deretter behovet for regulering av mellommannsvirksomhet og til slutt regulering av investorene. Det enkelte marked er geografisk avgrenset og de ulike markedene har ulike grenser. Noen markeder kan være nasjonale, mens andre har aktører fra flere land. *Utvalget* definerer et marked som norsk når det bare har norske markedsplasser, mellommenn og investorer. Det finnes i praksis ikke slike nasjonale markeder. Det må derfor drøftes hvilke regler som skal gjelde for grensekryssende virksomhet.

I Tokyo-erklæringa (se vedlegg 1 og *"Tokyo-erklæringa"* i avsnitt 6.3) er det gitt anbefalinger om tilsyn og regulering i varederivatmarkedene. Tokyo-erklæringas utgangspunkt er behovet for å sikre markeder med integritet og tillit som ikke kan manipuleres eller misbrukes. Den slår fast at internasjonale standarder er nødvendige fordi markedene i økende grad er globale både i

produksjon, lagring, prising og konsum. *Utvalget* har forsøkt å ta hensyn til erklæringas anbefalinger i drøftingen av reguleringsbehovet.

Drøftingen i dette kapitlet tar ikke stilling til om en eventuell regulering skal være av offentlig- eller privatrettslig art. Det tas heller ikke stilling til om offentlig myndighet sjøl skal stå for reguleringa, eller om de sentrale aktørene skal få adgang til å regulere egen virksomhet. Det vil heller ikke blir drøftet hvordan sjølve reguleringa skal utformes, og bare unntaksvis trekkes eksisterende lovverk inn. Disse spørsmålene vil bli drøftet i *"Utvalgets vurderinger"* i kapittel 7.

5.4 Regulering av et norsk marked

5.4.1 Skjematisk beskrivelse av en handel

For å avdekke eventuelle reguleringsbehov, kan det være nyttig å skissere de enkelte ledd i en transaksjon fra en investor vurderer en eventuell handel til transaksjonen er endelig oppgjort. Det gjøres nedenfor gjennom et eksempel med et terminkjøp med finansielt oppgjør og clearing for den enkelte investor (sluttkundenivå). Framstillinga er skjematisk, og detaljene er ikke nødvendigvis helt i overensstemmelse med hvordan handelen foregår i eksisterende markeder.

En investor ønsker å redusere sin markedsrisiko, og kontakter en mellommann. Mellommannen gir råd om hvilke varederivater som best tilfredsstiller investorens behov, i dette eksemplet ved å kjøpe standardiserte forwardkontrakter i otc- markedet. En mellommann som driver formidling (ren mekling) vil deretter finne en annen investor som ønsker å selge slike kontrakter. Mellommannen ringer tilbake til kjøperen for å bekrefte avtalen og innløsningsprisen. Hvis mellommannen har en ordrestørrelse fra kjøper som ikke tilsvarer ordrestørrelsen fra selger, kan det være nødvendig å kombinere én kjøper med flere selgere eller omvendt. Investorene har vanligvis ikke avtale med hverandre, men med mellommannen som har separate forpliktelser overfor kjøper og selger. Ved bortfall bytter henholdsvis mellommann og kjøper og mellommann og selger forskjellen mellom innløsningspris og spotprisen i varemarkedet. Mellommannen plikter normalt å innfri avtalen overfor kjøper sjøl om selger misligholder, og omvendt.

Dersom investorene ønsker en sentral motpart, eller dette er et krav stilt av markedsplassen handelen er foretatt på, melder mellommannen avtalte handler til en clearingsentral. Avtalen splittes i to og clearingsentralen inngår én avtale med kjøper og én med mellommannen og tilsvarende med selger og mellommannen. Etter dette har mellommannen og kjøperen ikke en juridisk forpliktelse direkte overfor hverandre. Det er likevel vanlig at en clearingsentral gjør mellommannen delvis ansvarlig dersom investor misligholder. Kjøperen og mellommannen må stille sikkerhet for kontraktsoppfyllelse, normalt en prosentandel av innløsningsprisen. Noe tid vil medgå fra innmelding til clearing til clearingen er gjennomført, for eksempel et døgn. Fram til bortfall berekner clearingsentralen løpende verdiendringen på terminen, og krever ekstra sikkerhet av sine motparter dersom den eksisterende sikkerhet ikke vurderes som tilstrekkelig.

Dersom mellommannen clearer identiske kjøps- og salgsordre, kan clearingsentralen motrekne (nette) forpliktelsen, se *"Clearing"* i punkt 2.2.2.3. Mellommannen vil da stå igjen uten forpliktelser mot clearingsentralen og har verken markedsrisiko eller kredittrisiko. Dersom en investor ønsker en

futurekontrakt istedenfor en forwardkontrakt, vil dette normalt være en børsnotert futurekontrakt som automatisk blir clearet. Clearingsentralen berekner løpende verdiendringer på futurekontrakten. Oversikten sendes til bankene sammen med berekningen for kontrakter med bortfall, og er del av det samme nettooppgjøret. Etter at bankene har gjort opp seg imellom, belaster eller godskriver banken den enkelte kundes konto.

Dagen før bortfall berekner clearingsentralen forskjellen mellom innløsningsprisen og dagens markedspris på terminen, og oversender berekningen til partenes banker. Alle kontrakter med bortfall samme dag blir gjort opp i et felles oppgjør mellom bankene. Bankene gjør ikke opp hver enkelt kontrakt for seg, men rekner forpliktelser og tilgodehav sammen, og gjør bare opp nettosummene seg imellom. Deretter belaster eller godskriver hver enkelt bank som deltar i derivatoppgjøret sine kunder. I garanterte oppgjør kan ikke enkeltkunders mislighold velte oppgjøret med mindre clearingsentralen ikke klarer å oppfylle garantien. Sjølve oppgjøret mellom bankene må skje i regi av en oppgjørsbank. Det kan være i sentralbanken eller som et oppgjør i en privat oppgjørsbank.

5.4.2 Markedsplasser

5.4.2.1 Gjennomsiktighet

I *"Informasjon"* i punktene 5.2.1.2 og *"Ordnet og sikker handel"* i 5.2.2.1 vises det til betydningen av informasjon for at markedet skal fungere effektivt og ha den nødvendige tillit. Gjennomsiktighet i markedet bidrar til å sikre at alle aktører kan få tilgang til informasjon. Et marked har større gjennomsiktighet i handelen jo mer fullstendig og rask informasjon om kjøps- og salgspriser, omsetning, ordrebilde og ordredybde aktørene har tilgang til. En investor som slutter en handel vil ikke sjøl ha insentiv til å offentliggjøre denne type informasjon, og det er derfor ikke grunn til å anta at slik informasjon vil bli systematisk offentliggjort uten former for regulering.

Liten gjennomsiktighet kan føre til lavere effektivitet, fordi markedsprisen gjenspeiler lite informasjon. Det kan gi et samfunnsøkonomisk tap i forhold til en teoretisk verden der alle forutsetninger er oppfylt. Det er likevel grunn til å spørre om det er naturlig å regulere et marked for å sikre gjennomsiktigheten når aktørene gjennom sin atferd kanskje viser at de ønsker det motsatte. Svaret må bli at summen av nytte hos alle aktørene er større om gjennomsiktigheten sikres gjennom regulering.

5.4.2.2 Forskjellsbehandling

Forskjellsbehandling av aktører er gjerne knyttet til interessekonflikter, og slike kan oppstå mellom markedsplassen og kunden. Et eksempel på dette er en markedsplass som driver egen mellommannsvirksomhet og gir sine egne ansatte mellommenn tilgang til informasjon om ordrer og handler før resten av markedet. Slik privat og eksklusiv informasjon vil eventuelt føre til at markedsplassens mellommenn får et konkurransefortrinn, og at deres kunder får fordeler framfor kunder som bruker andre mellommenn. Markedsplasser som har størsteparten av sine inntekter fra mellommannsvirksomhet, kan ha et insentiv til å la sine egne ansatte mellommenn være tidligere informert enn resten av markedet, og det kan redusere tilliten til markedsplassen.

Investorer med stor handel er mer lønnsomme for en markedsplass enn mindre investorer fordi handelsavgiften (gebyret) er volumbasert. Dette kan

gi markedsplassen et insentiv til å forskjellsbehandle små og store kunder. Markedsplassen kan gi store kunder mer og tidligere informasjon enn små kunder. Markedsplassen kan la lønnsomhetsbetraktninger påvirke markedsovervåkningen ved å være mindre opptatt av å følge opp uønsket markedsatferd.

5.4.2.3 Markedsplassens fortjeneste

Fortjenesten til en markedsplass vil blant annet avhenge av hvor stor markedsandel den har. Så langt har mange av de sentrale markedsplassene vært faktiske monopoler, men teknologisk utvikling har ført til større konkurranse. En rasjonell atferd fra markedsplassens side kan være å legge handelsavgiftene på et nivå der inntekten på den marginale handelen tilsvarer tapet av den siste kunden. Det vil oppstå en likevektspris mellom tilbud og etterspørsel av tjenesten som markedsplass. Dersom en markedsplass har markedsmakt, vil den kunne legge avgiften på et nivå som gir monopolprofitt, og dette kan føre til et samfunnsøkonomisk tap.

Størrelsen på likviditetspremien vil fungere motsatt. En større markedsandel vil kunne gi markedsplassen høyere likviditet og lavere likviditetspremier. I modne varederivatmarkeder er det vanlig med én sentral markedsplass innenfor et geografisk område. For mange varer er det geografiske området hele verden. For andre som for eksempel råolje finnes det flere områder. For råolje er det store markeder for levering i Singapore, Nordsjøen og Oklahoma. Det kan være et tegn på at en reduksjon i likviditetspremien er viktigere enn en økning i transaksjonskostnadene. Det er også relevant å peke på at mange markedsplasser er organisert som former for samvirke av markedsdeltakerne eller som sjøleiende institusjoner, og at avgifter fastsettes til dekning av utgifter til forsvarlig drift, og ikke for å generere maksimalt overskudd.

5.4.2.4 Konklusjon

Utvalget mener det kan være behov for å sikre at virksomheten til og på markedsplassen er regulert for å oppnå gjennomsiktighet i handelen. Informasjon bør offentliggjøres, men den konkrete spesifikasjonen av hva som skal offentliggjøres, hvordan det skal gjøres, når informasjon skal gis og til hvem, kan ta noe ulik form for ulike markeder. Siden investorene i varederivatmarkedene ofte er aktører i det underliggende varemarkedet kan gjennomsiktighet i handelssystemet bidra til at privat informasjon blir kjent for markedet (se *"Privat informasjon om det underliggende markedet"* i punkt 5.4.5). *Utvalget* mener det kan være nødvendig med regler som sikrer likebehandling av kunder og som reduserer muligheten for interessekonflikter. For å sikre markedsplassens uavhengighet, kan det både være aktuelt å vurdere maksimalgrenser for eierskap og virksomhetsbegrensninger for sjølve markedsplassen. *Utvalget* finner ikke særskilt behov for regulering av nivået på transaksjonskostnadene, men vil påpeke betydningen av at transaksjonskostnadene ikke hemmer effektiviteten i markedet. Det kan for eksempel sikres gjennom å åpne for konkurrerende markedsplasser.

5.4.3 Oppgjør og clearing

En aktør som har en otc-kontrakt kan stenge posisjonen ved å inngå en ny otc-kontrakt med motsatt posisjon. Aktøren vil da ha kvittet seg med marked-

srisikoen, men har kredittrisiko på begge kontraktene, gitt at kontraktene ikke er clearet. Systemet med en sentral motpart (clearingsentral) sikrer at en aktør som stenger en posisjon er fri for både markedsrisiko og kredittrisiko på den opprinnelige kontrakten. Bruk av sentral motpart kan føre til økt likviditet fordi kostnaden ved kredittrisiko reduseres.

Det er ikke uvanlig å møte en oppfatning blant aktørene om at clearing fører til at kredittrisikoen forsvinner. Dette kan vanskelig hevdes å være tilfelle, fordi kredittrisikoen på motparten gjenstår fram til handelen er clearet, etter det mot clearingsentralen og ved bruk av privat oppgjørsbank også mot oppgjørsbanken. Etter clearing vil likevel kredittrisikoen vanligvis være sterkt redusert i forhold til en otc-kontrakt som ikke er clearet. Også clearingsentraler har i situasjoner med markedsstress hatt problemer (se *"Problemer i clearingsentraler"* i avsnitt 4.6), og internasjonale erfaringer og anbefalinger av mulige tiltak er samlet i en BIS-rapport (se avsnitt 2 i vedlegg 2).

Enkelte markedsplasser driver integrert clearingvirksomhet. Slike markedsplasser kan ha et insentiv til å favorisere kunder som både handler og clearer på markedsplassen i forhold til kunder som handler i otc-markedet for deretter å cleare på markedsplassen. Verken britiske eller amerikanske myndigheter stiller krav om deling av markedsplass og clearing, og det kan tyde på at de ikke anser insentivproblemet som sentralt. Spørsmålet ble også vurdert av svenske myndigheter i forbindelse med organiseringen av OM, som er svensk børs og clearingsentral for handel med finansielle derivater. Konklusjonen var at heller ikke i Sverige ble det stilt krav om deling av funksjonene. Børslovutvalget[22] konkluderte med at en børs kan drive clearingvirksomhet, men at slik virksomhet kan pålegges drevet i eget selskap.

5.4.3.1 Konklusjon

Utvalget mener det er viktig for tilliten til markedet at clearingsentralen er robust også i situasjoner med stor grad av mislighold. Det er derfor grunn til å regulere virksomheten, og føre tilsyn med at clearingsentralen har den nødvendige sikkerhet som sentral motpart. *Utvalget* mener det ikke er behov for i lovs form å kreve at virksomheten som markedsplass og clearingsentral skilles. *Utvalget* mener det ikke er behov for å regulere prisen på clearingtjenestene.

5.4.4 Mellommenn

5.4.4.1 Soliditet og likviditet

Ved kundehandel i otc-markedet vil mellommannen samtidig ha eksponering mot kjøper for betalingsforpliktelsen og selger for leveringsforpliktelsen inntil oppgjør har funnet sted eller handelen er clearet. Mislighold hos mellommannens kunder kan føre til soliditets- eller likviditetsproblemer hos mellommannen. Dette kan ramme kunder som ikke har misligholdt sine forpliktelser ved at mellommannen ikke kan oppfylle sine forpliktelser som motpart. I det finansielle markedet er det dessuten eksempler på at likviditetsproblemer har ført til at mellommannen forgriper seg på klientmidler. Ved egenhandel vil mellommannen ha markeds- og kredittrisiko på egne posisjoner. Egenhandelen kan både være et ledd i mellommannsforetakets langsiktige kapitalforvaltning, eller det kan være kortsiktige posisjoner som følge av prisstilling. I

22. NOU 1999:3 punkt 20.2. § 5-2.

tillegg vil mellommannen ha juridisk risiko hvis motparten i ettertid ikke er enig i hvilken handel det er gitt ordre om.

For handel som blir clearet, vil mellommannen ha risiko fra handelen er sluttet til den er clearet. Det kan for eksempel være en dags eksponering. Ved store volumer kan det potensielle tapet bli betydelig. I markeder der det er vanlig å cleare otc-kontrakter, vil markeds- og kredittrisikoen til mellommannen kunne bli betydelig redusert i forhold til markeder der mindre deler av handelen blir clearet og mellommannen beholder markeds- og kredittrisiko fram til oppgjør.

I markedet for finansielle instrumenter ivaretas hensynene til soliditet hos mellommannen gjennom regler om startkapital, kapitaldekning og sikkerhetsstillelse. Kravene til startkapital og kapitaldekning er primært begrunnet i et behov for å redusere risikoen for konkurser, og dermed øke tilliten til mellommannsvirksomheten. Kravet om sikkerhetsstillelse/garanti er primært begrunnet ut fra et behov for kundebeskyttelse, og skal dekke det tap mellommannen kan påføre sine kunder. For mellommenn som reguleres av verdipapirhandelloven er hovedregelen at startkapitalen er et fast beløp, 730.000 euro, men beløpet kan i gitte tilfeller reduseres til minimum 125.000 euro. Kapitaldekningsreglene innebærer at mellommennene må ha en viss prosentandel ansvarlig kapital i forhold til den markeds- og kredittrisiko mellommannen har udekkede posisjoner for. Spesielt for mellommannsfunksjonen er det viktig at kapitalkrav er relatert til risiko, for å fungere etter hensikten. Større risiko vil kreve større kapitaldekning. Egenhandel i finansielle instrumenter vil i de fleste tilfeller kreve større kapitaldekning enn formidling av ordre i slike instrumenter. I tillegg er det i norsk lovgivning krav om sikkerhetsstillelse. Sikkerhetsstillelsen skal være på minst 200.000 kroner per investor per skadetilfelle. Den totale sikkerhetsstillelsen kan likevel begrenses oppad til 25 millioner kroner. I forskrift er det fastsatt hvilke foretak som kan være garantister.

For foretak som opererer i varederivatmarkedet er det i dag i Norge ikke krav til startkapital, kapitaldekning eller sikkerhetsstillelse. Slike krav vil bety en ekstra kostnad for mellommenn som ikke oppfyller de krav som eventuelt måtte bli stilt. Mellommenn som ikke klarer å reise den nødvendige kapital, vil måtte kunne innstille virksomheten. Soliditetskrav kan derfor isolert sett føre til svakere konkurranse i mellommannsvirksomheten, fordi det kan virke som et etableringshinder. På den annen side vil investorene ha større sikkerhet for at *alle* mellommenn har tilstrekkelig soliditet, slik at konkurransen blir konsentrert om prisen på mellommannstjenester framfor at en investor føler seg «låst» til en mellommann som investoren har vurdert til å ha adekvat sikkerhet. Som en følge av endringer i EU-direktivet om kapitaldekning for finansinstitusjoner[23] vil det bli krav om kapitaldekning for handel med varederivater for verdipapirforetak. Direktivet skal være implementert i løpet av år 2000. Dersom det ikke stilles krav om kapitaldekning til mellommenn som bare opererer i varederivatmarkedene, vil konkurransen bli vridd mellom dem og verdipapirforetak som opererer i det samme varederivatmarkedet.

Det finnes ikke spesifikke krav til aktørenes likviditet i reguleringa av handel med finansielle instrumenter. Finansdepartementet har et forslag til nye bestemmelser om likviditet i verdipapirhandelloven til høring, med høringsfrist i september 1999.

23. EU-direktiv 98/31/EC av 22. juni 1998. Annex VII.

5.4.4.2 Organisering

God soliditet og likviditet er ingen garanti mot alvorlige problemer og en eventuell konkurs dersom den interne kontrollen i mellommannsvirksomheten er dårlig. Dårlig internkontroll er et fellestrekk ved flere kjente svindler og situasjoner med store tap i markeder for finansielle instrumenter og for varederivater. Handel i derivatmarkedet kan foregå meget hurtig, gjerne telefonisk eller elektronisk, og det kan være vanskelig å holde oversikt og kontroll med markeds- og kredittrisikoen i forpliktelsene. Rammer for maksimaleksponering og jevnlig ajourføring av de aktuelle risikoer kan redusere den operasjonelle risikoen. Tilsvarende kan en deling av funksjonene oppgjør, kontroll og mekling redusere muligheten for at ansatte kan gå ut over sine fullmakter uten å bli oppdaget.

5.4.4.3 Interessekonflikter

Det kan oppstå interessekonflikter mellom kunder. Eksempelvis kan betydelige kunder få fordeler framfor andre mindre kunder. Mellommenn tar seg betalt med kurtasje, og inntektene vil øke med omsetningen. Det gir et insentiv til forskjellsbehandling av kunder. Om likebehandlingsregler eksisterer og håndheves, kan det styrke tilliten til mellommannsfunksjonens upartiskhet.

Det er en rekke potensielle interessekonflikter mellom mellommannen og kunden. Mellommenn som driver egenhandel, kan måtte velge mellom å gi kunden eller seg sjøl de beste prisene. Ved prisstilling er mellommannen forpliktet til å kjøpe eller selge til den prisen som er stilt, og da er denne problemstillingen eliminert, i hvert fall i teorien. Mellommenn som forvalter en investors portefølje og samtidig driver mekling, vil ha et insentiv til større omsetning i porteføljen enn det kundens interesser tilsier, fordi omsetning skaper inntekt i meklerleddet. Mellommenn som har egenhandel og samtidig selger analysetjenester, kan få en interessekonflikt dersom lønnsomheten i egne posisjoner påvirkes av analysens anbefalinger om kjøp eller salg.

5.4.4.4 Konklusjon

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.

5.4.5 Privat informasjon om det underliggende markedet

5.4.5.1 Informasjon om tilbud og etterspørsel

Markedsprisen på varederivater påvirkes av ny informasjon om endringer i framtidig tilbud og etterspørsel etter den underliggende varen. Dette er informasjon som først og fremst investorer som driver virksomhet i det under-

liggende varemarkedet har tilgang til. Det tenkes her på at produsenter av det underliggende produkt kjenner sine egne produksjonsplaner og mulige endringer i dem. Samtidig kjenner brukerne av det underliggende produkt sine planer og markedets behov for foredlede produkter. Slik informasjon kan være kjent i markedet eller det kan være informasjon en investor som driver virksomhet i den underliggende varemarked har alene. Informasjon investoren er alene om å ha tilgang til kalles privat informasjon eller innsideinformasjon. Investorer med privat informasjon vil ha to interesser samtidig. For det første vil det være i deres interesse å holde mest mulig av den private informasjon for seg sjøl, for å ha fordel av å være mer informert enn resten av markedet. For det andre vil de være interessert i at andre investorer ikke holder sin private informasjon for seg sjøl. Hvis mange investorer holder privat informasjon for seg sjøl, vil lite informasjon kunne bli reflektert i prisen og aktørene kan miste tilliten til at markedsprisen uttrykker underliggende tilbud og etterspørsel. Det vil kunne få markedet til å fungere mindre effektivt (se *"Informasjon"* i punkt 5.2.1.2).

Det kan her se ut som det foreligger et paradoks, ved at den enkelte investor i liten grad kan kontrollere hvilken informasjon andre investorer offentliggjør. En investor vil vite at de andre investorene har samme interesse, nemlig at andre offentliggjør sin private informasjon, men at de sjøl ikke gjør det. En rasjonell atferd fra den enkelte kan da se ut til å være å offentliggjøre minst mulig, og håpe at andre ikke vil opptre på samme måte. Slik vil alle kunne tenke, med den følge at lite privat informasjon blir offentliggjort.

Denne tenkemåten er imidlertid for enkel. Den eneste måten en investor vil kunne gjøre seg nytte av sin spesifikke informasjon på, er ved å handle i markedet. Kjenner investoren til forhold som tilsier at prisen på underliggende vare vil stige, vil investoren være villig til å inngå varederivatkontrakter basert på en høyere pris. Gjennom investorens markedsatferd vil dermed informasjonen kunne bli avslørt. Et unntak fra dette kan være at aktører med en dominerende posisjon (aktører med markedsmakt), i hvert fall på kort sikt som strategi vil kunne manipulere prisen i derivatmarkedet eller i markedet for den underliggende varen for fortjenesteformål. På lengre sikt er det imidlertid ikke opplagt at en slik strategi lar seg opprettholde.

En eventuell opplysningsplikt om forhold i det underliggende varemarkedet som er relevant for prisen vil måtte knyttes til aktørene i det underliggende varemarkedet. I det norske kraftmarkedet eksisterer noen slike forpliktelser i dag, som opplysningsplikt om magasininnhold og endringer i produksjonskapasitet. Det samme gjelder for verdipapirområdet, der det er utstederen av aksjer eller låneinstrumenter som har opplysningsplikten. Det vil ikke være informasjonsplikt knyttet til utstederen av derivatet på aksjer og låneinstrumenter. Opplysningsplikten for verdipapirmarkedet følger av børsloven og børsforskriften. I det norske verdipapirmarkedet blir børsnoterte aksjer og låneinstrumenter og derivater på slike instrumenter notert på samme børs. Det norske kraftmarkedet tilsvarer det norske verdipapirmarkedet ved at Nord Pool både er markedsplass for varemarkedet (Elspot) og derivatmarkedet (Eltermin). Ikke alle varemarkeder vil ha felles markedsplass for varehandel og varederivathandel.

Rammebetingelser for et varederivatmarked, i Norge kan det for eksempel være på energiproduksjon, energiforbruk og skatt, kan ha stor betydning for prisene i markedet. Det kan være grunn til å sikre at informasjon om slike forhold blir offentliggjort likt og samtidig til hele markedet.

Et marked for aksjer eller låneinstrumenter vil ha mange utstedere. Det vil være privat informasjon knyttet til hvert enkelt utstederforetak. I varederivatmarkeder derimot vil det være et felles underliggende aktivum. Det vil være mange aktører i det underliggende markedet som kan ha privat informasjon. Det kan gjøre det vanskelig for enkeltaktører å utnytte privat informasjon.

5.4.5.2 Innsidehandel

I det norske verdipapirmarkedet har ingen lov til å handle eller foreta andre nærmere angitte transaksjoner i finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs, dersom de har presis og fortrolig informasjon som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene vesentlig. Hovedregelen for innsidehandel gjelder enhver, uavhengig av om de er tilknyttet utsteder, er mellommenn eller investorer.

Verdipapirhandelloven stiller altså tre krav som må oppfylles for at informasjonen kan betraktes som innsideinformasjon. Den skal være presis, fortrolig og være egnet til å påvirke prisen vesentlig. I tillegg kommer at det må dreie seg om misbruk av slik informasjon dersom bestemmelsen skal kunne komme til anvendelse. Hva som kan betraktes som presis og fortrolig informasjon er relativt og vil kunne variere fra finansielt instrument til finansielt instrument og fra marked til marked. Det samme vil kunne gjelde for vesentlighetskravet.

Det er imidlertid grunn til å peke på at varederivatmarkedene ikke har utstedere av varer slik som verdipapirmarkedene har for aksjer og låneinstrumenter. Det vil derfor være høyst uklart hvem som skulle omfattes av en lovgivning som begrenser aktører med spesiell informasjon adgang til å handle.

5.4.5.3 Konklusjon

I spørsmålet om håndtering av innsideinformasjon i varederivatmarkedene vil en reguleringsmyndighet stå overfor et grunnleggende valg av reguleringsregime. Reguleringsmyndigheten kan enten la alle uhindret handle basert på den informasjon de måtte ha, eller stille krav om lik tilgang til prisinformasjon for alle. Det siste er valgt i verdipapirmarkedet og fastsatt som felles europeisk regime i det vesentlige gjennom EUs innsidedirektiv.[24]

Sjøl om det kan være behov for å sikre at privat informasjon blir offentliggjort av hensyn til effektiviteten i markedet, mener *utvalget* dette ikke hensiktsmessig kan sikres bare gjennom ei regulering av varederivatmarkedene. Det vil være hensiktsmessig at en slik regulering også knyttes til reguleringa av det underliggende markedet. Det vil kunne oppstå problemer dersom det underliggende varemarkedet ikke er særskilt regulert. Det vil ikke gjelde for det norske kraftmarkedet som er regulert gjennom energiloven.

I verdipapirmarkedet vil aktører ikke ha anledning til å handle dersom de har presis og fortrolig informasjon som er egnet til å påvirke kursen vesentlig. Etter *utvalgets* mening står foretakene som bruker varederivatmarkedet i sin prissikring i en annen stilling. Hovedtyngden av investorene, som produsenter og distributører, vil i en viss forstand ha privat informasjon hele tida. Et handleforbud for disse vil føre til at markedet vil slutte å fungere for prissikring. Disse investorene vil kunne nyttiggjøre seg privat informasjon gjennom å posisjonere seg i varederivatmarkedet i samsvar med sine sikringsbe-

24. Rådsdirektiv 89/592/EØF.

hov eller for spekulasjonsformål. Dersom markedet har tilstrekkelig gjennomsiktighet, vil det meste av denne informasjonen bli avslørt for resten av markedet gjennom handel. Etter det *utvalget* kan se vil den beste måten å sikre at privat informasjon blir offentliggjort, være ei regulering av markedsplassen som sikrer gjennomsiktighet. I tillegg til dette bør det vurderes om opplysninger om for eksempel rammebetingelser kan sikres gjennom opplysningsplikt i det underliggende varemarkedet.

5.4.6 Markedsmakt og prismanipulering

Det har vært gjort forsøk på å manipulere internasjonale varederivatmarkeder. Ofte er manipuleringen utført ved å handle i spot- og derivatmarkedet samtidig. Det finnes flere eksempler på manipulering over landegrensene. Manipulering kan føre til at markedet ikke fungerer effektivt, fordi prisen ikke gjenspeiler tilbud og etterspørsel. Det kan svekke tilliten til markedet, og er noe av bakgrunnen for det økte samarbeidet mellom tilsynsmyndigheter internasjonalt.

I *"Noen hendelser fra varederivatmarkedene"* i kapittel 4 er det beskrevet hvordan en enkeltaktør manipulerte koppermarkedet gjennom å sikre seg kontrollen over de fysiske lagrene av kopper. En tilsvarende kontroll over tilbudet av derivatkontrakter er vanskeligere, fordi nye kontrakter kan utstedes så lenge det finnes kjøpere. Et derivatmarkeds åpne balanse har i prinsippet ikke tak. Særlig vil dette gjelde for kontrakter med utelukkende finansielt oppgjør.

En aktør kan få markedsmakt ved å kombinere posisjoner på markedsplasser og i otc-markedet. Det kan være nødvendig å se hele markedet i sammenheng for å oppdage og avgjøre om posisjonen er dominerende. Det har ført til at enkelte markedsplasser har innført en plikt for markedsplassens aktører om å informere om otc-kontrakter. Dette gjelder for eksempel LME (se *"To europeiske varebørser med norske aktører"* i punkt 2.2.2.5).

5.4.6.1 Konklusjon

Utvalget mener det er behov for hjemler til å gripe inn overfor markedsmakt og manipulering. I varederivatmarkeder kan mange investorer ha privat informasjon, og det kan gjøre disse markedene spesielt utsatt for manipulering. Imidlertid er det vanskelig å se at aktørene kan utnytte privat informasjon uten samtidig å avsløre konsekvensene for prisene i markedet for den underliggende varen. Eksistensen av privat informasjon er derfor ikke tilstrekkelig til å konstatere at manipulering er sannsynlig.

Kontroll med manipulering og markedsmakt kan være en del av reguleringa gjort av markedsplassen i form av handelsregler. Slik regulering kan i tillegg eller istedenfor også komme inn under annen lovgivning, for eksempel konkurranselovgivningen eller eventuell lovgivning som gjelder underliggende vare.

5.4.7 Handel i organiserte markeder og otc-markeder

Utvalget har i drøftingene over ikke gjort noe skille mellom reguleringsbehov i organiserte markeder og i otc-markeder. *Utvalget* kan ikke se at det foreligger slike skiller i de prinsipielle reguleringsbehovene, men på viktige områder er det ikke praktisk mulig å oppnå samme grad av gjennomsiktighet i otc-han-

del som på markedsplasser. *Utvalget* legger til grunn at brukerne av markedene er kjent med dette, men i de tilfeller der det faktisk er mulig å oppnå tilsvarende gjennomsiktighet, legger *utvalget* til grunn at kravene bør gjelde på samme måte i otc-markeder som i organiserte markeder. Når det gjelder oppgjør av otc-kontrakter reiser det enkelte særskilte problemer. Det vises her til *"Mellommenn"* i punkt 2.3.2 og den ytterligere dokumentasjonen som er gitt i avsnitt 3 av vedlegg 2 som sammendrar en BIS-rapport om problemstillinger omkring oppgjør av derivater handlet i otc- markeder.

5.4.8 Reguleringsbehovet for handel knyttet til andre varederivater enn kraftderivater

Over er behovet for regulering av varederivater begrunnet i den samfunnsøkonomiske gevinsten som antas å følge av et mer effektivt marked. Det er ikke foretatt et skille i forhold til hva som er den underliggende varen. Det er bare for kraftmarkedet det finnes et fullt norsk marked med investorer, mellommenn og markedsplass med clearing. For ulike andre varederivater finnes det norske investorer og i enkelte tilfeller også norske mellommenn. Under *"Regulering av det norske kraftderivatmarkedet"* i avsnitt 5.6 vil reguleringsbehovet for kraftderivatmarkedet bli vurdert nærmere.

Det kan spørres om andre varederivater enn kraftderivater bør underlegges samme generelle regulering. Det kan hevdes at det ikke er hensiktsmessig å regulere varederivater generelt, fordi omfanget og reguleringsbehovet for slik eventuell framtidig handel i Norge knyttet til andre varederivater enn kraftderivater ikke er kjent.

Utvalgets mener det kan reises tvil om hva som er mest hensiktsmessig reguleringsform. *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 under *"Nærmere avgrensning av varederivater som finansielt instrument"* i punkt 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.

5.5 Problemstillinger omkring grensekryssing

I avsnittene over er reguleringsbehov i et nasjonalt marked beskrevet. Det er argumentert for at markedene vil fungere best om handelen er sikker og ord-

net. Det er avledet behov for å sikre oppgjørsvirksomheten, og for å sikre likebehandling av aktører både fra markedsplassens og mellommennenes side.

Ingen markeder er helt ut nasjonale og den norske markedsplassen for kraftderivater brukes ikke utelukkende av norske aktører. Norske aktører deltar også i utenlandske varederivatmarkeder. I hovedsak kan det antas at reguleringsbehovet er uavhengig av den fysiske lokalisering av virksomheten. Reglene vil imidlertid avhenge av hvilken jurisdiksjon aktørene er underlagt. Det er derfor behov for å se på hvilken regulering Norge skal ha av norske aktørers virksomhet på utenlandske markeder, og hvilken regulering Norge skal ha eller skal kreve av utlendingers virksomhet i Norge.

5.5.1 Norske aktører på utenlandske markeder

Norske investorer som vil sikre seg mot markedsrisiko på varer der det ikke finnes norske varederivatmarkeder må bruke utenlandske markeder. Slike investorer kan enten bruke norske eller utenlandske mellommenn i handelen. Siden det ikke finnes harmoniserte regler for handel i varederivater, vil reguleringa av mellommannsvirksomheten bero på regelverket i den stat hvor virksomheten drives.

Litt forenklet kan en si at for handel med finansielle instrumenter (omfatter ikke varederivater) i EØS-området, er atferdsreglene for markedet, som blant annet er regler om manipulering og informasjonsplikt, fastsatt av det landet der markedsplassen befinner seg. Slik regulering vil normalt være offentlig og i liten grad fastsatt av markedsplassen sjøl. Reguleringa kan omfatte både investorer og mellommenn, og norske aktører vil måtte rette seg etter reguleringa når de bruker utenlandske markedsplasser. Regler om kapitalkrav og konsesjonsplikt vil vanligvis være fastsatt av det landet der foretaket er lokalisert. Norske verdipapirforetak vil derfor ha konsesjon og rapporteringsplikt til norske myndigheter uansett hvilke markeder de tilbyr investeringstjenester i. Dersom verdipapirforetakene bruker en utenlandsk markedsplass, må de rette seg etter atferdsreglene i dette landet og for dette markedet.

Slike EØS-regler gjelder ikke ved mellommannsvirksomhet i varederivater. Norske mellommenn som utelukkende driver virksomhet i utlandet, vil omfattes av vertsstatens eventuelle regler for slik virksomhet. Dette kan for eksempel gjelde mellommannsvirksomhet i fraktderivater, oljederivater eller metallderivater. Dersom norske mellommenn driver virksomhet både i Norge og utlandet, vil norske myndigheter kunne ha interesse av å regulere utenlandsvirksomheten, for dermed å sikre en sikker og ordnet handel i Norge.

5.5.1.1 Konklusjon

Utvalget mener at når motivet for regulering er å sikre effektiviteten og tilliten til markedene gjøres dette mest hensiktsmessig av det lands myndigheter som har markedsplassen innenfor sin jurisdiksjon. *Utvalget* forutsetter at denne myndigheten vil stille de krav til direkte deltakelse på markedsplassen og til mellommenn den anser som nødvendig for å oppfylle reguleringsbehovet slik dette landet har definert det. På den annen side kan det være behov for å regulere utenlandsvirksomheten til mellommenn som både driver virksomhet i Norge og i utlandet. Et særlig poeng her vil være behovet for å sikre adekvat sikkerhet for oppgjør av handel, gjennom at mellommannen må stille

krav til investoren ettersom det er vanlig at clearing skjer på mellommannsnivå i utenlandske markeder.

5.5.2 Utenlandske aktører på norske markeder

Dersom det finnes et behov for å regulere et norsk varederivatmarked for å sikre effektivitet og tillit, vil et slikt behov i utgangspunktet ikke være avhengig av om aktøren er norsk eller utenlandsk. Det samme vil gjelde dersom reguleringsmotivet er hensynet til de underliggende markeder eller krav om særskilt beskyttelse av kunder. Siden det ikke finnes internasjonale regler for handel i varederivater slik som for handel i finansielle instrumenter, vil det i utgangspunktet være behov for å la både virksomhetsregler og atferdsregler gjelde likt for norske og utenlandske aktører på norske markeder, uavhengig av hva slags hjemlandsregulering utenlandske aktører er underlagt. Det er imidlertid viktig av hensyn til etterspørrere av denne typen tjenester (investorene) at utenlandske tilbydere gis adgang til markedet under ellers like vilkår.

5.5.2.1 Konklusjon

Utvalget mener at for å sikre effektiviteten og tilliten til et norsk varederivatmarked, må aktører behandles likt uavhengig av om de er norske eller utenlandske. Det betyr at det i utgangspunktet må stilles de samme kravene til utenlandske mellommenn og investorer som handler på norske markeder som til norske aktører, og at utenlandske mellommenn skal ha samme rettigheter som norske mellommenn.

5.6 Regulering av det norske kraftderivatmarkedet

I avsnittene over er behovet for regulering drøftet med utgangspunkt i krav det er rimelig å stille ut fra hensynet til samfunnsøkonomisk effektivitet i markedene. I dette avsnittet vil dette bli sammenholdt med reguleringsbehovet i det norske varederivatmarkedet for kraft.

5.6.1 Markedsplasser

5.6.1.1 Gjennomsiktighet

Nord Pools elektroniske handelssystem for kraftderivater viser priser for kjøp og salg, omsetningstall, åpen balanse og dybden i markedet (det vil si hvor store ordrer som er lagt inn på ulike prisnivåer). Den enkelte aktør er anonymisert, slik at ingen aktør kan kjenne identiteten til en som har lagt inn en ordre eller sluttet en handel. Systemet kopler automatisk selgere og kjøpere med lik pris (matching). Informasjon om handel på Nord Pool offentliggjøres i sann tid. Handelssystemet muliggjør stor grad av gjennomsiktighet.

Enkelte kraftmeklere driver en omfattende virksomhet som markedsplass. I motsetning til Nord Pool er deres handelssystem ikke tilgjengelig for kunder eller andre aktører. Informasjon om handelen tilflyter dermed ikke nødvendigvis resten av markedet automatisk, og handelen på slike markedsplasser er derfor mindre gjennomsiktig enn på Nord Pool.

Nyhetsbyråer som Reuters, Montel og Falcon samler inn og publiserer informasjon om otc-handelen, og det bidrar til noe gjennomsiktighet i marke-

det. Imidlertid har verken mellommenn eller investorer plikt til å gi slik informasjon, og informasjonen blir ikke gitt i sann tid. Nord Pool har siden mai 1999 hver dag etter handelsslutt offentliggjort informasjon om otc-handel som er innmeldt for clearing. Informasjonen inneholder opplysninger om clearet volum, antall clearede kontrakter per terminserie og høyeste og laveste pris det er handlet på i den enkelte terminserie. Sjøl om dette bedrer informasjonen om otc-handelen, er informasjonen ikke gitt i sann tid, og sikrer ikke løpende gjennomsiktighet.

20–30 prosent av kraftderivatene handles gjennom Nord Pools handelssystem med automatisk clearing. I tillegg clearer Nord Pool anslagsvis 80 prosent av otc-handelen. I andre varederivatmarkeder har den sentrale markedsplassen vanligvis en langt større andel av den totale handelen. Det kan være grunn til å reflektere over hvorfor det norske kraftderivatmarkedet avviker fra andre varederivatmarkeder. Alle otc-kontrakter som cleares er standardiserte og helt identiske med kontraktene Nord Pool noterer. Siden clearede otc- kontrakter utgjør minimum 80 prosent av otc-markedet, er det ikke grunn til å anta at en forskjell i kontraktstyper forklarer hvorfor disse handles i otc-markedet istedenfor på Nord Pool. Det er neppe heller belegg for generelt å hevde at transaksjonskostnader eller forskjellsbehandling spiller en vesentlig rolle ved valg av markedsplass. Det er grunn til å vurdere om kravet til gjennomsiktighet på markedsplassen kan være en mulig forklaring (se *"Gjennomsiktighet"* i punkt 5.4.2.1). Et gjennomsiktig marked gir aktørene mulighet til å observere hverandres atferd, og dermed mulighet til å avsløre privat informasjon. Dersom for eksempel en offentliggjøring av en investors handel vil avsløre denne investorens private informasjon for resten av markedet, vil investoren kunne velge å bruke en markedsplass med liten gjennomsiktighet for å beholde verdien av den private informasjonen lengst mulig. Aktøren velger otc-markedet som har liten gjennomsiktighet og clearer deretter handelen på Nord Pool for å redusere kredittrisikoen. Avtalen som cleares offentliggjøres ikke i sann tid, og det er mindre informasjon som offentliggjøres om clearede handler enn om sluttede handler på Nord Pool. En annen mulighet er at aktøren ikke ønsker å blottlegge en stor posisjon og derfor velger en lite gjennomsiktig markedsplass. Nord Pool hevder at årsaken til at otc-markedet er såvidt stort er historisk betinget, og at i andre varederivatmarkeder er det et meklermonopol på den sentrale markedsplassen som reduserer konkurransen om markedsplassfunksjonen. Nord Pool hevder at det at investorene kan handle direkte på Nord Pool fører til økt konkurranse mellom mellommennene og Nord Pool. *Utvalget* har ikke grunnlag for å trekke noen nærmere konklusjon om årsakene til at kraftderivatmarkedet avviker fra andre markeder med hensyn til andelen som blir handlet på den sentrale markedsplassen.

5.6.1.2 Eierskap

Den svenske og norske staten eier hver sin halvpart av Nord Pool gjennom Statnett SF og Affärsverket Svenska Kraftnät. Statnett SF er i likhet med Statkraft SF, som er den største produsenten i det norske kraftmarkedet, et sjølstendig statsforetak med Olje- og energidepartementet (OED) som eier. Statnett SF og Affärsverket Svenska Kraftnät er regulerte institusjoner som i sine konsesjonsbetingelser er definert som monopolvirksomhet med systemansvar i henholdsvis Norge og Sverige. Den svenske staten eier også Vattenfall, Sveriges største kraftprodusent. Enkelte mellommenn som samtidig er

markedsplasser, har private kraftprodusenter på eiersiden. Det kan reises spørsmål ved om eiermessig nærhet kan gi opphav til mulige interessekonflikter. *Utvalget* har tatt opp dette til drøfting, men ikke gått videre inn på det. Det vises her til *utvalgets* drøfting av krav om nøytralitet på markedsplassen, se *"Konklusjon"* i punkt 5.4.2.4.

5.6.1.3 Konkurranse mellom markedsplasser

Nord Pool er det eneste foretaket som har fått konsesjon fra NVE for å drive et spotmarked for kraft. Handel med kraftderivater foregår på flere markedsplasser. Det er konkurranse mellom markedsplassene, og flere aktører har ambisjon om å bli den sentrale markedsplassen for handel med kraftderivater. Det er grunn til å anta at ei regulering av kraftderivatmarkedet vil kunne påvirke konkurransen mellom markedsplassene.

5.6.1.4 Mellommannsmonopol

Aktørgruppen på Nord Pool består av investorer fra kraftmarkedet som for eksempel kraftprodusenter, i tillegg til mellommenn. En fordel ved at det ikke er et mellommannsmonopol ved handel på Nord Pool, slik det for eksempel er i det norske verdipapirmarkedet, er at det hele tida vil være et press på kostnaden ved å bruke mellommann. Enkelte investorer i kraftmarkedet er prisstillere på Nord Pool. En stor kraftprodusent som er prisstiller, vil normalt ha finansiell styrke til å tåle unormale markedssituasjoner. Det er grunn til å anta at for markedsplassen vil slike prisstillere, ut fra soliditets- og likviditetshensyn, være å foretrekke framfor en del mellommenn som utelukkende utøver mellommannsvirksomhet.

5.6.1.5 Konklusjon

Etter *utvalgets* vurdering er kraftderivatmarkedet mindre gjennomsiktig enn markedet for finansielle instrumenter. Dette kan ha sammenheng med reglene for og holdningen til åpenhet i børshandel med finansielle instrumenter. *Utvalget* antar at dette kan ha sammenheng med at finansielle markeder har større tradisjon i åpenhet enn mange varederivatmarkeder og varemarkeder. Etter *utvalgets* oppfatning er gjennomsiktighet viktig for å sikre et effektivt marked, og større gjennomsiktighet må være et mål ved en eventuell regulering av markedsplassene. Ved bare å stille krav om gjennomsiktighet til handelen på den sentrale markedsplassen vil det trolig ikke sikres god gjennomsiktighet i hele markedet, og det må vurderes i hvilken grad ei regulering for å sikre gjennomsiktighet også skal gjelde otc-markedet. Etter *utvalgets* vurdering kan det i forbindelse med en eventuell regulering være behov for å se på i hvilken grad det skal stilles krav til investorers og mellommenns informasjonsplikt om forhold i det underliggende kraftmarked som kan få betydning for prisene på kraftderivater. *Utvalget* mener det kan være grunn til å vurdere nærmere om det bør stilles krav til eierskap eller virksomhetsbegrensninger for å sikre markedsplassens tillit. *Utvalget* antar at ei regulering av virksomheten markedsplassene driver, kan komme til å påvirke konkurransen mellom dem. Det må ved ei regulering derfor vurderes hvilke følger ei regulering kan få for konkurransen mellom markedsplassene. Etter *utvalgets* mening kan det forhold at investorene deltar direkte på markedsplassen føre til sterkere konkurranse og høyere effektivitet. Systemet med inves-

torer som prisstillere, altså i en rolle som mellommenn og ikke investorer, kan styrke tilliten til en sikker og ordnet handel i kraftderivatmarkedet.

5.6.2 Oppgjør og clearing

Nord Pool har så langt ikke hatt problemer med å innfri sine forpliktelser ved mislighold og konkurser blant medlemmene. Det er vanskelig å ha noen begrunnet oppfatning av hvor stor kredittrisikoen ved clearede kontrakter på Nord Pool er, fordi det ikke er gjort uavhengige undersøkelser av sikkerhetsstillelsen i forhold til åpen balanse.

Nord Pool bruker faste prosentsatser for å berekne risikoen på kontraktene. I perfekte markeder skal det være et lineært forhold mellom prisen på terminen og den underliggende varen i tida fram til bortfall. Siden markeder ikke er perfekte, vil sammenhengen sjelden være helt lineær, og det kan oppstå avvik mellom spot- og terminmarkedet. For opsjoner er forholdet mellom prisen på opsjonen og den underliggende varen ikke lineært, og risikoen vanskeligere å berekne enn for terminer. En statisk metode med å bruke prosentanslag som for terminer, vil være lite egnet, og Nord Pool opplyser at de i forbindelse med notering av opsjoner fra høsten 1999, vil ta i bruk et nytt system for berekning av sikkerhet.

Pengeoppgjøret for clearede kraftkontrakter gjennom Nord Pool gjennomføres av NOS sammen med oppgjøret for finansielle derivater. Oppgjøret baseres på NOS' oppgjørsavtaler med Norges Bank og depotbanker, og sikrer nettingoppgjør mellom bankene i Norges Bank med NOS som operatør, og et oppgjør mot aktøren i dennes bank. NOS garanterer for oppgjøret mellom bankene i Norges Bank, sjøl om en konto går i debet. Det er Nord Pool som garanterer for de enkelte aktørene og en eventuell debetsaldo skal dekkes av den sikkerhet som aktøren har stilt overfor Nord Pool, enten i form av kontanter eller bankgaranti. Dersom slik sikkerhetsstillelse ikke er tilstrekkelig for å dekke en debetsaldo, vil Nord Pools egenkapital bli brukt.

5.6.2.1 Konklusjon

Det er etter *utvalgets* oppfatning samfunnsøkonomiske stordriftsfordeler i clearingvirksomhet og det er sannsynlig at en monopolliknende situasjon vil bestå. Når i hovedsak all den standardiserte otc- handelen cleares, kan det tyde på at clearingkostnadene i dag er akseptable for aktørene. Etter *utvalgets* mening vil det være behov for ei regulering som stiller krav til at adekvate metoder brukes i berekning av sikkerhet for å sikre at clearingsentralen er robust også i en situasjon med mye mislighold. *Utvalget* mener at det må avklares om en clearingsentral skal ha anledning til å nette sine forpliktelser også etter konkurs så lenge det ikke foreligger eksplisitt rettsvern for en slik ordning. Dersom en velger å la clearingsentralen nette, må en vurdere om det skal stilles ekstra krav til sikkerhet for clearingvirksomhet. *Utvalget* antar at dersom andelen otc-kontrakter som ikke cleares holder seg lav, vil oppgjørsrisikoen for disse ikke kreve særskilt regulering.

5.6.3 Mellommenn

5.6.3.1 Mellommannsvirksomhet

I *"Mellommenn"* i punkt 3.4.9 er mellommannsvirksomhet i kraftderivatmarkedet beskrevet. Av beskrivelsen går det fram at det ikke er umiddelbart klart

hvilke aktører som kan bli berørt av ei eventuell regulering av mellommannsvirksomheten. Definisjonen av hva som er mellommannsvirksomhet vil ikke nødvendigvis være den samme i alle markeder. For handel med finansielle instrumenter defineres mellommannsvirksomhet som det å yte investeringstjenester. En investeringstjeneste er nærmere definert i verdipapirhandelloven § 1-2 og omfatter blant annet formidling av ordre, omsetning av finansielle instrumenter for egen rekning, aktiv forvaltning og markedsføring av finansielle instrumenter. For å være en investeringstjeneste må tjenesten ytes på forretningsmessig basis overfor en tredjemann. Noen investeringstjenester er unntatt fra konsesjonsplikt, for eksempel hvis tjenesten ytes til foretak i samme konsern, se verdipapirhandelloven § 7-1.

Ei eventuell regulering av mellommannsvirksomhet i kraftderivatmarkedet vil være knyttet til de generelle behovene som diskuteres i *"Motiver for regulering"* i avsnitt 5.2, særlig behovet for en sikker og ordnet handel. I punktene under drøftes ulike funksjoner som i finansielle markeder betraktes som mellommannsvirksomhet. Det er ikke gitt at alle aktører i kraftderivatmarkedet vil oppfatte funksjonene som mellommannsvirksomhet. I kraftderivatmarkedet kan investorer sjøl stå for noen av dem. Derfor vil begrepet aktør bli brukt istedenfor mellommann i noen deler av drøftingen nedenfor.

5.6.3.2 Soliditet og likviditet

I *"Soliditet og likviditet"* i punkt 5.4.4.1 drøftes generelt behovet for å stille likviditets- og soliditetskrav til mellommannsvirksomhet. Enkelte aktører i kraftderivatmarkedet formidler ordrer mellom kjøper og selger. I noen tilfeller forestår aktøren oppgjør, i andre tilfeller har kjøpende og selgende investor godkjent hverandre som motpart. Der aktøren ikke forestår oppgjør, har aktøren ikke markeds- eller kredittrisiko på kontraktene som formidles, under forutsetning av at kontrakten mellom partene er juridisk bindende. En aktør som forestår oppgjør, vil ha kredittrisiko både på kjøper og selger. Dersom aktøren inngår identiske kontrakter med kjøper og selger, vil aktøren ikke ha markedsrisiko på kontraktene. I en handel der aktøren forestår oppgjør og handelen cleares, vil aktøren ha kredittrisiko og eventuelt markedsrisiko på motparten fra handelen sluttes og fram til Nord Pool har overtatt som motpart. I det norske kraftderivatmarkedet vil en kontrakt som meldes inn for clearing normalt være overtatt av Nord Pool før neste handelsdag.

Aktører som er prisstillere på Nord Pool er motpart i alle sine handler med Nord Pool som den andre motparten. Nord Pool går inn mellom kjøper og selger, og en prisstiller vil dermed bare ha kredittrisiko på Nord Pool i sine kontrakter. Prisstilleren vil ha markedsrisiko på de kjøps- og salgsposisjonene som ikke dekker hverandre. En prisstiller på Nord Pool må stille forpliktende priser innenfor et gitt volum og kan ikke ta forbehold om at posisjonene skal være balansert. Maksimalt prisgap mellom kjøps- og salgspriser er regulert av Nord Pool, og prisstilleren kan ikke gå utover disse rammene. Prisstillerne på Nord Pool er i henhold til inngått avtale forpliktet til å fortsette virksomheten som prisstiller i en måned etter at kontrakten er sagt opp av en av partene.

En aktør som forvalter en kraftderivatportefølje vil normalt handle i kundens navn. Porteføljeforvalteren vil derfor sjøl ikke være motpart i handelen. Det fører til at aktøren normalt ikke har markeds- eller kredittrisiko i denne virksomheten.

En aktør som driver rådgivning eller markedsføring vil normalt ikke inngå kontrakter i eget navn. Sjølve kontraktsinngåelsen skjer i investors navn.

Aktører som driver rådgivning eller markedsføring vil derfor normalt ikke ha markeds- eller kredittrisiko på virksomheten.

Kapitalkravene for mellommannsvirksomhet i handel med finansielle instrumenter er blant annet knyttet til virksomhet der mellommannen har markeds- eller kredittrisiko. Kravene tar sikte på øke tilliten til mellommannsfunksjonen ved at investors kredittrisiko på mellommennene reduseres. I kraftderivatmarkedet vil aktører som formidler handler eller er prisstillere ha markeds- og kredittrisiko på denne virksomheten dersom de forestår oppgjør. Kraftderivatmarkedet er reknet som et av de mest volatile varederivatmarkedene i verden. Det er derfor grunn til å anta at markedsrisikoen kan bli betydelig. Den store andelen kontrakter som cleares fører antakelig til at kredittrisikoen er betydelig redusert i forhold til om investorene skulle hatt kredittrisiko på motparten fram til bortfall. En stor andel av investorene er produsenter og distributører og disse blir vanligvis reknet som meget solide. Det reduserer også kredittrisikoen.

5.6.3.3 Organisering

En aktør som forestår oppgjør eller er prisstiller vil endre sin markeds- og kredittrisiko hver gang en ny handel sluttes, gjøres opp eller blir overtatt av clearingsentralen. For at risikoen ikke skal gå utover det som er forsvarlig i forhold til aktørens soliditet og likviditet, vil det være nødvendig med maksimalrammer for risiko. Handler sluttes hurtig, og risikoen vil kunne endre seg mye i løpet av kort tid. Det vil derfor være behov for til enhver tid å ha oversikt over risikoen for å sikre seg at virksomheten drives forsvarlig.

En investor som setter bort sin kraftderivatportefølje til forvaltning vil sjøl ha markeds- og kredittrisiko på posisjonene. En investor vil vanligvis inngå en avtale med porteføljeforvalteren om maksimalgrenser for risiko i porteføljen. Porteføljeforvalteren vil derfor ha behov for til enhver tid å ha oversikt over hvilken markeds- og kredittrisiko som ligger i porteføljen for å sikre seg at den er innenfor forvaltningsmandatet.

Det finnes flere eksempler fra finansmarkedene på mellommenn som handler utover sine fullmakter. Det er i EØS-området gitt anbefalinger til virksomhet som har markeds- og/eller kredittrisiko på egne posisjoner eller på vegne av kunder. En slik anbefaling kan være at den interne organiseringen skal sikre intern kontroll gjennom arbeidsdeling. Det kan for eksempel kan bety at samme person ikke bør være formidler av ordre (front office) og samtidig ha oppgjørsfunksjon (back office). Tilsvarende vil gjelde for porteføljeforvaltning og formidling av ordre. Andre anbefalinger kan gjelde intern kontroll og rammer for risiko i derivathandel.

5.6.3.4 Interessekonflikter

Aktører som driver formidling og porteføljeforvaltning på vegne av flere kunder kan komme i situasjoner der aktøren må velge hvilken kunde som skal få den beste handelen. Aktører som både handler på vegne av seg sjøl og på vegne av kunder, kan komme i konflikt om det er kunden eller aktøren sjøl som skal få den beste handelen. Det kan derfor oppstå interessekonflikter i slik virksomhet mellom kunder og mellom aktøren og kundene.

En aktør som både driver formidling og/eller prisstilling i tillegg til porteføljeforvaltning kan ha insentiv til stor omsetning i porteføljen, fordi inntektene i prisstilling og formidling er knyttet til omsetningens størrelse.

Det kan føre til en interessekonflikt mellom porteføljeforvalteren og kunden. Det kan bli interessekonflikter mellom kunder dersom en aktør bruker sin informasjon om forvaltningskunden i funksjonen som formidler eller prisstiller. I kraftmarkedet er det eksempler på at investorer forvalter andre foretaks kraftporteføljer i tillegg til sin egen. Dersom denne virksomheten skulle bli ansett som mellommannsvirksomhet kan det oppstå problemer som følge av at god forretningsskikk vil kreve at kundens interesser alltid skal prioriteres.

5.6.3.5 Konklusjon

Forutsigbare rammebetingelser anses som en viktig forutsetning for effektiviteten i et marked, og dette framheves også i Tokyo-erklæringa (se *"Tokyo-erklæringa"* i avsnitt 6.3 og vedlegg 1). En slik forutsigbarhet innebærer at det må gå klart fram av reguleringsbestemmelsene hva som er forskjellen mellom mellommannsvirksomhet og investorvirksomhet. Det er i *"Behovet for regulering"* i kapittel 5 argumentert for at det er funksjoner i markedet som skal reguleres, som markedsplass-, mellommanns- og clearingvirksomhet. Hvilken virksomhet aktøren for øvrig utøver, er i denne sammenheng mindre viktig, med mindre den kan komme i konflikt med den regulerte virksomheten. *Utvalget* mener derfor det er naturlig at de ovennevnte funksjoner i kraftmarkedet reguleres uavhengig av hvilken virksomhet aktøren ellers utøver.

Utvalget mener det kan være behov for å stille kapitalkrav til formidlere som forestår oppgjør, og prisstillere og eventuelt andre som har markeds- og/ eller kredittrisiko på virksomheten som mellommenn. *Utvalget* mener at det er behov for å stille krav til blant annet organisering og kontroll for å motvirke interessekonflikter og redusere risikoen i virksomhet som medfører markeds- og/ eller kredittrisiko. *Utvalget* legger til grunn at det vil være vanskelig for den enkelte investor sjøl å holde en løpende oversikt over mellommannens risiko, og at det derfor vil sikre tilliten til markedet at det stilles generelle krav til virksomheten.

Utvalget mener det er mange fordeler ved at investorer sjøl står for funksjoner som i andre sammenhenger ofte er definert som mellommannsvirksomhet. Det gjelder for eksempel virksomhet som prisstiller som kan skjerpe konkurransen. Samtidig kan det gi mulighet for interessekonflikter at aktørene opptrer i mange roller. Det stiller krav til utformingen av ei eventuell regulering for å sikre at ikke nye interessekonflikter oppstår samtidig som en beholder et marked der mellommenn og investorer kan ha andre roller enn de har i de finansielle markedene.

5.6.4 Forholdet mellom spot- og derivatmarkedet

En forutsetning for et effektivt derivatmarked er at markedet for den underliggende varen fungerer. Markedsprisen i derivatmarkedet er avhengig av at spotprisen er pålitelig, i kraftmarkedet vil det si systemprisen. *Utvalget* har ikke mottatt signaler om svak konkurranse i det fysiske markedet, men dette er heller ikke tema for dette *utvalget*. *Utvalget* legger til grunn for sin vurdering at forutsetningen om et velfungerende spotmarked er tilstrekkelig oppfylt.

I *"Forholdet til det underliggende markedet"* i punkt 5.2.3 har *utvalget* vurdert behovet for regulering for å sikre pris eller tilgang til varen i det underliggende marked, og konkludert med at det må påvises et konkret reguleringsbehov ut fra en erfart markedssituasjon før eventuelt ei regulering

foreslås med dette formål. Det har i løpet av *utvalgets* arbeid ikke framkommet synspunkter fra reguleringsmyndighetene for kraftmarkedet om at ei regulering av kraftderivatmarkedet er nødvendig for å sikre pris eller tilgang på underliggende vare. *Utvalget* legger derfor til grunn at det ikke foreligger særskilte behov for å regulere kraftderivatmarkedet som er begrunnet i et reguleringsbehov for kraftmarkedet. Utvalget legger videre til grunn at ei eventuell regulering ikke i unødig grad vil hemme utviklingen i kraftmarkedet.

5.7 Fra lærdommen om hendelser i varederivatmarkeder

I *"Noen hendelser fra varederivatmarkedene"* i kapittel 4 beskrives enkelte hendelser i varederivatmarkedene som har fått særskilt oppmerksomhet eller der sikringskontraktene ikke har fungert etter hensikten. Avslutningsvis skal disse beskrivelsene sammenholdes med *utvalgets* påviste reguleringsbehov.

5.7.1 Sikring som ikke virker etter hensikten

I *"Metallgesellschaft og oljederivater 1993"* i avsnitt 4.2 om Metallgesellschaft vises det hvordan en sikringsstrategi ikke virket slik den var forutsatt. Resultatet var at foretaket fikk milliardtap. Uavhengig av om morselskapets inngripen var feil eller ikke, viser eksemplet hvor stor den operasjonelle risikoen kan være i prissikringsstrategier. Det er mulig å feilbedømme situasjoner som oppstår, og særlig vil dette gjelde dersom de som skal stå for sikringsstrategien eller foretakets ledelse, ikke har tilstrekkelig kompetanse.

Næringslivets Innkjøpsorganisasjon AS (NI) (se *"Lærdommer"* i punkt 4.7.1) er et eksempel på et foretak som ikke brukte varederivater som sikring. Ved å inngå fastpriskontrakter på salg av kraft uten å inngå tilsvarende kontrakter på kjøp, ble NI eksponert for markedsrisiko på prisendringer i spotmarkedet. NI hadde ikke tilstrekkelig finansiell styrke til å klare en uforutsett prisoppgang, og gikk konkurs.

Både Metallgesellschaft og NI var aktører i det underliggende varemarkedet. Ei regulering for å unngå de problemene som disse foretakene og deres kunder kom opp i, ville betydd at investorene i markedet måtte reguleres. Økonomisk virksomhet er vanligvis forbundet med risiko. Det må være opp til det enkelte foretak å velge egen risikoprofil og bedømme hvor stor risiko foretaket er villig til å ta. I tilfellet Metallgesellschaft ble foretaket sjøl sittende med tapene. For NIs vedkommende ble tapet overført til kundene på grunn av konkursen. I *"Behovet for regulering"* i kapittel 5 er det ikke foreslått regulering som skal sikre mot slike hendelser. *Utvalget* mener det ikke kan være opp til offentlige myndigheter å bestemme hvilken risiko den enkelte investor skal ta, under forutsetning av at tap ikke får konsekvenser for vitale samfunnsinteresser.

I *"Kundebeskyttelse"* i punkt 5.2.5 er kundebeskyttelse som reguleringsmotiv drøftet. *Utvalget* konkluderer med at dette ikke er et framtredende reguleringsbehov i varederivatmarkedene. Overført til eksemplet NI ville dette bety at kundene sjøl måtte ta ansvar for å undersøke om NI var solid, og at dette ikke var et offentlig anliggende, i den grad virksomheten ikke ble rammet av andre straffebestemmelser som for eksempel om bedrageri.

5.7.2 Utnyttelse av markedsmakt

Sumitomo-eksemplet i *"Sumitomo og kopperderivater 1995"* i avsnitt 4.3 viser hvordan en aktør i det underliggende varemarkedet skaffet seg en dominerende markedsposisjon, og utnyttet denne til å manipulere markedsprisen gjennom det som kalles en corner. Slike situasjoner er velkjente i varederivatmarkedene og finansmarkedene. I *"Markedsmakt"* i punktene 5.2.1.1 og *"Markedsmakt og prismanipulering"* i 5.4.6 er det foreslått tiltak for å redusere muligheten til å utnytte situasjoner med markedsmakt, blant annet ved at det skal vurderes krav om offentliggjøring av store posisjoner. Dette er et av punktene der *utvalget* foreslår investorregulering. Markedsplassen vil være et hensiktsmessig sted å føre kontroll med dominerende posisjoner. Konkurransemyndighetene har uavhengig av om varederivatmarkedet reguleres eller ikke, som oppgave å forhindre at aktører utnytter sin markedsmakt.

Sumitomo-skandalen ble utført på tvers av landegrenser og medvirket til arbeidet med Tokyo- erklæringa (se *"Tokyo-erklæringa"* i avsnitt 6.3 og vedlegg 1). Når markedene er internasjonale, er det behov for å kunne føre kontroll på tvers av landegrenser. Dette temaet er ikke særskilt berørt i *"Behovet for regulering"* i kapittel 5, men *utvalget* vil anta at det vil være en naturlig følge av en eventuell regulering med et internasjonalt samarbeid i likhet med det som finnes mellom tilsynsmyndigheten for finansielle markeder.

Manipuleringen av koppermarkedet ble utført ved å utnytte posisjoner i derivatmarkedet og det underliggende varemarkedet samtidig. *Utvalget* har ikke funnet at det foreligger behov for regulering av underliggende markeder for å kunne utføre kontroll i begge markeder samtidig. Det underliggende varemarkedet for kraftderivater er underlagt særskilt regulering av NVE. *Utvalget* antar det vil være naturlig at en eventuell reguleringsmyndighet for varederivatmarkedet må finne samarbeidsformer med NVE som gjør det mulig å føre kontroll med dominerende posisjoner.

5.7.3 Organisering av mellommannsvirksomhet

I *"Fearnley Futures og fraktderivater 1998"* i avsnitt 4.4 ble det gjennomgått et tilfelle i det norske fraktderivatmarkedet der det ble satt søkelys på mellommannsfunksjonen. Det alvorligste ved uønsket markedsatferd fra en mellommann er at det kan svekke investorenes tillit til markedet, og dermed gjøre et varederivatmarkedet mindre egnet til prissikring. Tillitstap kan føre til lavere samfunnsøkonomisk gevinst ved at aktører velger å forlate markedet.

Utvalget har i *"Tillit"* i punktene 5.2.2 og *"Mellommenn"* i 5.4.4 drøftet reguleringsbehovet for mellommannsvirksomhet. Det er foreslått krav til organiseringen av foretaket, blant annet gjennom intern kontroll og arbeidsdeling. Det skal øke muligheten for at uhederlige mellommenn oppdages.

I Sumitomo-saken, se *"Sumitomo og kopperderivater 1995"* i avsnitt 4.3 ble en ansatt dømt for ulovlig virksomhet. Han hadde drevet uautorisert handel, det vil si handel foretaket hevdet det ikke kjente til. I en tilsvarende situasjon i et norsk varederivatmarked vil det med *utvalgets* forslag ikke være krav til intern kontroll og organisering i foretak som Sumitomo. Kravene vil bare gjelde mellommannsvirksomhet i varederivatmarkedet, og investorer som Sumitomo vil ikke bli berørt, med mindre generelle handelsregler får anvendelse. Tilsvarende ville gjelde NI , som heller ikke drev mellommanns-virksomhet i varederivatmarkedet.

5.7.4 Uvanlige markedssituasjoner

Uke 17 i 1999, se *"Omsetningsrekord i kraftderivatmarkedet 1999"* i avsnitt 4.8, var en svært uvanlig uke i kraftderivatmarkedet, med høy omsetning og kraftige prissvingninger. I spesielle situasjoner har investorene et spesielt behov for at markedet fungerer. I mange tilfeller vil de være avhengig av å kunne kjøpe og selge for å kunne holde sin markeds- og kredittrisiko innenfor akseptable og vedtatte rammer. *Utvalget* har i *"Tillit"* i punktene 5.2.2 og *"Markedsplasser"* i 5.4.2 foreslått regulering av virksomheten som markedsplass.

Nord Pool anser at prisstillerne spilte en viktig rolle for at den sentrale markedsplassen fungerte tilfredsstillende i uke 17-99. *Utvalget* har foreslått at prisstilling reguleres som mellommannsvirksomhet, se *"Mellommenn"* i punkt 5.4.4. I *"Mellommenn"* i punkt 5.6.3 drøftes dette nærmere i lys av at Nord Pool har investorer som er prisstillere.

5.7.5 Finansielle «bobler»

En finansiell «boble» er omtalt i *"Holland og tulipanderivater 1637"* i avsnitt 4.5. En «boble» er en situasjon der prisene stiger eller synker raskt uten at det er klart hvordan sammenhengen med de underliggende verdiene er. Slike situasjoner kan føre til krakk i markedet, slik at det slutter å fungere tilfredsstillende for prissikringsformål. Derivater krever liten kapitalinnsats ved kontraktsinngåelse, og er derfor særlig utsatt for spekulasjon som kan føre til «bobler». *Utvalget* har i *"Finansiell stabilitet"* i punkt 5.2.4 drøftet behovet for regulering av varederivatmarkedet av hensyn til finansiell stabilitet, og konkludert med at det ikke er behov for regulering ut fra dette formål. *Utvalget*s forslag til regulering av mellommenn og markedsplasser kan imidlertid medvirke til at markedet blir mer tillitvekkende og solid. *Utvalget* har imidlertid også framholdt (i *"Konklusjon"* i punkt 5.6.2.1) at det er behov for regulering som sikrer at clearingsentralen har adekvat sikkerhet ved omfattende misligh old. Det kan inntre for eksempel når finansielle «bobler» brister. Som *"Problemer i clearingsentraler"* i avsnitt 4.6 og *"Omsetningsrekord i kraftderivatmarkedet 1999"* i 4.8 viser, er det her behov for løpende årvåkenhet, og *utvalget* har merket seg at marginkravene på Nord Pool ble økt i uke 17-99. *Utvalget* har imidlertid også merket seg at NYMEX' økte marginkrav kan ha bidratt til Metallgesellschaft sin vanskelige situasjon (se *"Metallgesellschaft og oljederivater 1993"* i avsnitt 4.2). Det kan dermed ikke være noen automatikk i at marginkrav skal økes, men snarere en løpende årvåkenhet og forståelse av underliggende situasjon som er påkrevd.

Utvalget har også konkludert med at det rent generelt ikke er behov for å regulere varederivatmarkeder av hensyn til å sikre pris eller tilgang på underliggende vare. Ei slik regulering av en enkelt vare må i tilfelle skje som følge av et særskilt reguleringsbehov i et bestemt varemarked.

Kapittel 6

Rettslige forhold

6.1 Gjeldende rett

I de foregående kapitler er framveksten av varederivater, hvilken nytte de kan gjøre og norsk bruk av varederivater gjennomgått. I dette kapitlet vil de rettslige forhold for handel med varer og varederivater bli belyst. I tillegg til en beskrivelse av hva som etter *utvalgets* oppfatning må antas å være gjeldende rett, vil det bli pekt på hva som tidligere er skrevet om varederivater i rettslige forarbeider til annen lovgivning.

6.1.1 Norge

6.1.1.1 Regulering

Omsetning av varer i det norske spotmarkedet er normalt ikke underlagt særregulering, men underlagt vanlige regler som gjelder for handel gjennom kontraktsregulering, avtalelov, kjøpslov, konkurranselov o.a.

Omsetning av noen produkter er underlagt særlovgivning. Handel med fysisk kraft i Norge er for eksempel regulert av energiloven.[25] For andre viktige produkter der norske aktører deltar i varederivatmarkedene, som korn, metaller og olje finnes det ingen særregulering av spotmarkedet.

Det finnes i Norge ingen særskilt regulering for handel med varederivater. Varederivater med finansiell avrekning kunne det språklig sett være mulig å tolke inn under bestemmelsen i verdipapirhandelloven (vphl) § 1-2 andre ledd nr. 4 som omfatter finansielle instrumenter med kontant oppgjør. I så fall ville loven med alle dens bestemmelser komme til anvendelse. Det framgår imidlertid av lovens forarbeider at disse produktene faller utenfor definisjonen av finansielle instrumenter i vphl § 1-2 andre ledd, jf blant annet NOU 1996:2 side 203. Verdipapirhandelloven er på dette punkt på linje med EUs investeringstjenestedirektiv (ISD), jf nedenfor. Det er ikke klart angitt i forarbeider til verdipapirhandelloven eller ISD grunner som skulle tilsi at varederivater ikke kan defineres som finansielle instrumenter.

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 disse virksomheter.

Det praktiske eksempel på markedsplass for varederivater i Norge er markedsplassen for elektrisk kraft. Ingen andre enn staten kan uten konsesjon stå for omsetning av elektrisk energi med fysisk levering, jf energiloven § 4-1. Dette er i forskrift nærmere presisert å gjelde levering av elektrisk energi.[26] Det er det samme regelverk som gjelder for både meklere og handlere så lenge de påtar seg juridiske/økonomiske forpliktelser i forbindelse med kraftomsetning.

Energiloven § 4-1 pålegger omsetningkonsesjon for å omsette elektrisk energi. Dette utfylles av kapittel 4 i forskriften til loven hvor § 4-4 lister opp en rekke vilkår som kan stilles, herunder krav om informasjonsplikt overfor myn-

25. Lov 29. juni 1990 nr. 50.
26. Forskrift 7. desember 1990 nr. 959 § 4-2.

dighetene og krav om reknskapsrapportering til Norges vassdrags- og energidirektorat (NVE).

Nord Pool ASA (Nord Pool) har omsetningskonsesjon fra NVE til å organisere markeder for fysisk krafthandel og forestå avrekning 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. Det er utarbeidet et eget avtaleverk for aktørene på det finansielle markedet, og reglene i dette avtaleverket har sterke paralleller til derivatregelverket for derivater som omsettes på Oslo Børs, men er gitt tillempinger som er tilpasset kraftsektoren. Meklere som ønsker å handle kraftderivater hos Nord Pool, inngår samme aktøravtale med tilhørende regelverk som andre aktører. Meklere som formidler avtaler uavhengig av Nord Pool har varierende praksis for hvordan de inngår avtaler og krever sikkerhet fra kunder. Nord Pools virksomhet er nærmere beskrevet i *"Regulering av det norske kraftderivatmarkedet"* i avsnitt 5.6.

6.1.1.2 Kontrakter

I otc-markedet inngås bilaterale kontrakter mellom partene både når det gjelder spot- og derivathandel. Dette kan være individuelt utformede avtaler mellom partene, eller standardavtaler. Nordisk Krafthandlerforening[27] har utformet en mal som angir standard kontraktsbetingelser for handler både i spot og derivatmarkedet for elektrisk kraft i det nordiske markedet. I det internasjonale otc-markedet er det vanlig å anvende standard rammeavtaler fra ISDA for all type varederivathandel.[28] ISDA-avtalene er utformet som generelle avtaler for alle typer finansielle derivatkontrakter, herunder varederivater.

For handel ved markedsplasser for varer vil det ofte være utformet egne kontrakter for den enkelte markedsplass. Slike avtaler finnes for eksempel for handel med kraft over Nord Pool.

6.1.1.3 Finansielle derivater

Finansielle derivater, det vil si derivater med aksjer, rente og valuta som underliggende, er i dag definert som finansielle instrumenter etter vphl § 1-2 andre ledd. Opplistingen er i det vesentlige i overensstemmelse med ISD, jf ovenfor. Finansielle derivater faller inn under bestemmelsens punkt 4 til 7. Virksomhet bestående i å drive investeringstjenester knyttet til finansielle instrumenter er underlagt regulering etter verdipapirhandelloven. Dette er regler som blant annet er knyttet til det å drive ulike former for mellommannsvirksomhet i finansielle instrumenter, men også omsetning av finansielle instrumenter for egen rekning omfattes av definisjonen. I tillegg gir verdipapirhandelloven egne regler for å drive clearingsentral.[29] Å drive investeringstjenester som næringsvirksomhet er underlagt tilsyn fra Kredittilsynet. Det omfatter følgelig også å drive investeringstjenester knyttet til handel i finansielle derivater som næringsvirksomhet.

27. Nordisk Krafthandlerforening (NKF) er en ideell forening som arbeider for å fremme krafthandleres interesser i Skandinavia. NKF ble stiftet i 1996 og teller per august 1999 ca. 70 medlemsforetak.
28. International Swaps and Derivatives Association, Inc, jf 1993 ISDA Commodity Derivatives Definitions.

6.1.1.4 Netting

Verdipapirhandelloven kapittel 10 gjelder motrekning av enkelte finansielle instrumenter. Til grunn for dette kapitlet ligger det såkalte Aarbakkegruppens nettingrapport.[30] Fra rapporten avsnitt 2.8 om avrekning av derivatkontrakter siteres:

> «Hvor to eller flere parter har flere motstående fordringer på hverandre, kan de i stedet for å gjøre opp hver enkelt transaksjon på brutto basis, bli enige om å avregne posisjonene og kun la den netto fordring som blir resultatet gå til oppgjør. Avregning er altså en motregning av posisjoner. Internasjonalt betegnes dette normalt som netting. Også ordet clearing blir brukt, men dette ordet er flertydig og brukes også i andre sammenhenger. I denne innstilling brukes betegnelsen avregning.
>
> Avregning mellom to parter betegnes som bilateral avregning. Der flere parter er involvert omtales forholdet som multilateral avregning. Avregning vil da skje for hver deltaker mot alle de andre. I mange tilfeller inngås derivatkontrakter med egne clearingsentraler som motparter. Dette vil kunne ha både bilaterale og multilaterale følger. Systemet kan betegnes som multilateral avregning med sentral motpart.
>
> I internasjonal sammenheng er det vanlig at finansielle aktører inngår avregningsavtaler. Avtalene går feks ut på at motstående posisjoner skal anses avregnet løpende, se nærmere pkt 2.9. Avregningen vil redusere antall fordringer mellom partene, samt minske kostnadene ved betalingsoppgjørene bla fordi partenes likviditetsbehov reduseres. Avregningen kan også ha betydning for partenes risikoeksponering. Dersom alle fordringer overfor samme motpart behandles separat på brutto basis, kan kredittrisikoen bli betydelig større enn om fordringer og forpliktelser kan avregnes og behandles netto. Risikoreduksjonen er imidlertid avhengig av at avregningsavtalen kan påberopes etter sitt innhold av den solvente part dersom en motpart går konkurs, eller underlegges tvangsakkord eller offentlig administrasjon. Aktørene vil sitte med en betydelig høyere risikoeksponering enn forutsatt dersom de styrer sin risiko på bakgrunn av avregningsavtaler som viser seg ikke kunne gjøres gjeldende etter sitt innhold i slike situasjoner. De rettslige spørsmål dette berører er nærmere beskrevet i *"Noen hendelser fra varederivatmarkedene"* i kapittel 4.
>
> Dersom avregningsavtaler kan gjøres gjeldende i konkurs og lignende situasjoner er det spørsmål om dette skal få betydning for finansinstitusjoners kapitaldekningskrav. Finansinstitusjonene er pålagt å avsette en viss mengde ansvarlig kapital i forhold til den risiko de påtar seg. Dersom kredittrisikoen reduseres, vil også kapitaldekningskravet kunne reduseres. Det er internasjonalt utarbeidet regler og anbefalinger om disse forhold, og flere land har innført lovregler som

29. Verdipapirhandelloven opererer med begrepene clearingsentral og oppgjørssentral som sideordnede begreper for samme type virksomhet, jf.jf kap.*"Rettslige forhold"* i kapittel 6. Dette utvalget har valgt ikke å anvende begrepet oppgjørssentral fordi dette kan sammenblandes med det å drive oppgjør av finansielle instrumenter. Clearingvirksomhet kan bestå av mange forhold, men ikke oppgjør, som vil bli foretatt av andre. Når det for eksempel gjelder NOS, vil oppgjør av verdipapirer i det vesentlige foretas av VPS, og oppgjør av penger foretas i banksystemet, og det nødvendige oppgjør mellom banker skjer i Norges Bank.
30. «Avregning (netting) av derivatkontrakter.» Rapport av 15. desember 1995 fra en arbeidsgruppe nedsatt av Kredittilsynet.

sikrer avregningsavtalers stilling i konkurs og lignende situasjoner for dermed å redusere aktørenes risikoeksponering.»

Verdipapirhandelloven kapittel 10 gjelder kun valuta- og rentederivater. Departementet har hjemmel til å fastsette at også andre finansielle instrumenter kan omfattes av bestemmelsene. Flere av høringsinstansene til den nye loven bemerket at produktspekteret burde være større. Norges Bank, Den norske Bankforening, Norsk Fondsmeglerforbund og NOS påpekte blant annet at foruten finansielle instrumenter for øvrig, burde også (rå)varederivater omfattes av bestemmelsene.

Det arbeides for tida med å implementere EUs oppgjørsdirektiv i norsk rett.[31] I følge direktivet skal avregninger som er gjennomført i forbindelse med betalings- eller verdipapiroppgjørssystemer være bindende også ved konkurs hos en av partene. Dette forutsetter innføring av både bilaterale og multilaterale nettingbestemmelser for finansielle instrumenter, som er gyldige ved konkurs.

6.1.2 Internasjonale forhold

6.1.2.1 Norden

I Danmark er varederivater regulert som finansielt instrument i lov om værdipapirhandel § 2 stk 1 nr. 9.[32] Bestemmelsen fanger opp 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.[33] 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.

Det svenske Näringsdepartementet fremmet i 1996 en el-børsutredning med forslag om et eget regelverk for all handel med elektrisk kraft.[34] Det ble framsatt forslag om å anse kraftderivater som finansielle instrumenter etter den svenske lovgivningen, og at reguleringa innenfor verdipapirmarkedet var anvendelig også for kraftderivater. For mellommannsvirksomhet innenfor handel med kraftderivater ble det foreslått lempeligere regler enn hva som følger av reguleringa innenfor verdipapirsektoren, og det ble foreslått en egen krafttilsynsmyndighet. For virksomhet som markedsplass for kraft ble det foreslått egne regler, mens tilsynet for slik virksomhet skulle legges under Finansinspektionen, som også fører tilsyn med finanssektoren. Clearingvirk-

31. Rådsdirektiv 98/26/EØS av 19. mai 1998 om endelig oppgjør i betalingssystemer og verdipapiroppgjørssystemer.
32. «råvareinstrumenter m.v., herunder tilsvarende instrumenter, der avregnes kontant».
33. Etter lag (1991:980) om handel med finansiella instrument 1§ vil finansielle instrumenter omfatte «fondpappar och anna rättighet eller forpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden». Legaldefinisjonen på «värdepappersmarknaden» finnes i innsidelagen (1990:1342) 2 §, og omfatter børser og annen finansiell handel.
34. Regler för handel med el, SOU 1996:49.

somhet skulle bare kunne drives i overensstemmelse med børs- og clearinglovgivningen som ellers gjelder for finansielle instrumenter.

Forslagene er ikke videre fulgt opp. I regjeringens proposition 1996/97:136 om Ny Ellag ble det foreslått at all handel og virksomhet med kraftderivater som finansielle instrumenter skulle reguleres etter de samme regler som ellers gjelder innen verdipapirsektoren.[35]

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.[36]

6.1.2.2 Storbritannia og USA

I Storbritannia vil derivater med finansielt oppgjør være underlagt Financial Services Act uansett hva som er derivatets underliggende.[37] Når det gjelder derivater hvor det kan foretas fysisk levering, vil det være avgjørende om formålet med den aktuelle kontrakten er «commercial business» eller «investment business».[38] I sistnevnte tilfelle vil forholdet falle inn under loven. Årsaken til skillet er at finanslovgivningen ikke har til hensikt å beskjeftige seg med fysisk handel under investors kontroll, men at det likevel er et reguleringsbehov når aktørene begir seg inn på finansielle markeder. Det vil nedenfor bli vist at skillet ikke uten videre er lett å trekke. Handel og annen tjenesteyting vedrørende varederivater som omfattes av loven vil være underlagt finansielt tilsyn. Det finansielle tilsyn i Storbritannia var tidligere fordelt over flere mindre enheter, men er nå i ferd med å bli slått sammen til en felles enhet «Financial Services Authorithy» (FSA), som fører tilsyn med finansiell handel, mellommenn, markedsplasser, clearing o.a. Det er en viss grad av sjølregulering, for eksempel fører markedsplassene tilsyn med sine egne medlemmer.

I USA har varederivater vært underlagt føderal lovgivning siden 1922.[39] Regelverket omfatter varederivater omsatt over børs. Disse varederivatene er regulert av Commodity Futures Trading Commision (CFTC) i Washington, som ble opprettet i 1974 med formål å regulere handel og annen tjenesteyting vedrørende varederivater. Securities and Exchange Commision (SEC) regulerer det øvrige verdipapirmarkedet. Grensesnittet mellom disse organisasjonene synes de facto noe uklart.

Når det gjelder derivater regulerer SEC i hovedsak opsjoner med verdipapirer som underliggende. Siden verdipapirer utstedt av føderale myndigheter i USA ikke reguleres av SEC, regulerer CFTC også opsjoner på US Treasuries. CFTC regulerer også opsjoner på indekser, futures på valuta, aksjeindekser og rentebærende papirer, mens SEC regulerer futures på enkeltaksjer. Otc-derivater er unntatt fra regulering, men CTFC har tatt opp spørsmålet om å øke sin myndighet på dette området. Bankers otc-virksomhet faller likevel inn under den alminnelige bankregulering. Dette innebærer blant annet at banker må ha kapital i forhold til sin totale eksponering uavhengig av om den tas gjennom børs eller otc-kontrakter.

35. Se særlig proposisjonens s 106 flg.
36. Lag om handel med standardiserte optioner och terminer 26.8.1988/722 med endring nr. 599/97.
37. Sch. 1, para 9.
38. Sch 1, para 8.
39. Commodity Exchange Act fra 1922.

CTFC regulerer produkter, markedsplasser, mellommenn og de handlende. Det er en stor grad av sjølregulering og delegert regulering, slik at markedsplasser og meklerforeninger regulerer medlemmene. Markedsplasser kan bare omsette produkter CTFC har godkjent. CTFC godkjenner standardkontrakter, uavhengig av om kontrakten har fysisk eller finansiell levering. De amerikanske kravene til rapportering av regulert virksomhet er omfattende, samtidig som det amerikanske systemet etterlater betydelige reguleringstomme rom.

6.1.2.3 EU[40]

Verdipapirhandelloven av 19. juni 1997 implementerer EUs Investeringstjenestedirektiv (ISD), jf innstilling nr. I fra Verdipapirhandellovutvalget, NOU 1995:1.[41] Direktivet fastsetter regler for godkjennelse av- og virksomheten til investeringsforetak, i Norge kalt verdipapirforetak, men har også visse regler av direkte betydning for børser og andre «regulerte markeder». Hovedformålet med investeringstjenestedirektivet er å innføre prinsippene om gjensidig anerkjennelse av hjemlandskontroll med investeringsforetak, og å liberalisere adgangen til å bli medlem av børser og andre regulerte markeder i de enkelte medlemsland.

ISD har som formål å fjerne nasjonale hindringer som begrenser virksomhet knyttet til å utøve investeringstjenester over landegrensene ved at det settes opp minimumskrav som må være oppfylt for å få tillatelse til å tilby investeringstjenester, og minimumskrav til det enkelte lands tilsyn og kontroll med verdipapirforetakene. Foretak som oppfyller ISDs krav, har rett til å tilby investeringstjenester i andre EØS-land, enten ved filialetableringer eller ved grenseoverskridende virksomhet. Vertslandets (det land det ytes tjenester i) kompetanse til å føre tilsyn, og fastsette regler for det utenlandske foretakets virksomhet er begrenset. Vertslandet kan ikke uten videre fastsette strengere regler for utenlandske foretak enn det som følger av direktivet, jf også ISD art 10. Tilsyn med at foretaket overholder rammevilkårene er også i all hovedsak lagt til hjemlandets tilsynsmyndigheter. Når det gjelder virksomhetsregler, eller såkalte «Conduct of Business rules», er det opp til vertslandet både å fastsette regler og å føre tilsyn med disse, jf ISD art 11. Tilsvarende vil gjelde nasjonale regler som er fastsatt ut fra prinsippet om «general good», som for eksempel markedsføringsregler. For et lands egne foretak, må ISD anses som et minimumsdirektiv, det vil si at foretaket kan underlegges strengere regler enn hva som følger av ISD. I Norge er det eksempelvis innført strengere regler enn hva som følger av ISD når det gjelder kapitalkrav, kredittgivning og formidling av lån av finansielle instrumenter.

ISD undervedlegg 1 del B omhandler hvilke finansielle instrumenter som omfattes av ISD. Denne listen er utgangspunktet for definisjonen av finansielle instrumenter i vphl § 1-2 andre ledd. Varederivater faller utenfor definisjonen av finansielt instrumenter, jf også art 2 nr. 2 bokstav i). Årsaken til at varederivater ikke er omfattet av ISD synes ikke å ligge i reelle reguleringshensyn, men kan vel så gjerne være grunnet i at store aktører i dette markedet på tidspunktet for utformingen av direktivet fremmet synspunkter om at regulering av dette markedet på lik linje med andre finansmarkeder ikke var nødvendig.

40. Deler av dette punktet er hentet fra Børslovutvalgets innstilling, NOU 1999:3.
41. Rådsdirektiv 93/22/EØF av 10. mai 1993 om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer.

Markedsaktørene kunne på den måten unngå å bli underlagt en del tilsyns- og kapitalkrav. Markedet for varederivater synes likevel å være regulert som andre finansielle markeder i mange europeiske land. I regi av IOSCO[42] har Storbritannia og Nederland tatt initiativ til å utferdige en rapport for vurdering av om ISD skal foreslås endret slik at varederivater også omfattes av direktivet. Bakgrunnen for dette er blant annet at det skal ha forekommet noen uheldige episoder i dette markedet som kan søkes avverget gjennom ei regulering på linje med derivater ellers. EU-kommisjonen er orientert om arbeidet.

ISD må sees i sammenheng med EUs kapitaldekningsdirektiv om investeringsforetaks og kredittinstitusjoners kapitaldekning (CAD).[43] Dette direktivet fastsetter felles regler for minimumskrav til startkapital og ansvarlig kapital for verdipapirforetak, i henhold til den risiko foretakene er eksponert for. Gjeldende regler i CAD skal blant annet sikre at markedsrisikoen forbundet med kredittinstitusjoners og verdipapirforetaks posisjoner i finansielle instrumenter motsvares av betryggende egenkapital og annen ansvarlig kapital. I endringsdirektiv til CAD (CAD II) er direktivets virkeområde utvidet til også å omfatte krav om kapitaltaldekning for markedsrisiko for posisjoner som institusjoner som ellers omfattes av ISD og bankdirektivene tar i råvarer eller råvarebaserte derivater.[44] Bakgrunnen for endringsdirektivet er blant annet basert på anbefalinger av Basel- komitèen.[45] Basel-komitèens anbefalinger oppfattes som retningsgivende internasjonalt. EU anser det derfor som viktig å følge disse anbefalingene.

6.2 Tidligere vurderinger

6.2.1 Generelt

6.2.1.1 Behandlingen av verdipapirhandelloven

Spørsmål om regulering av handel med varederivater ble drøftet av Verdipapirhandellovutvalget i NOU 1996:2. I utvalgets framstilling av gjeldende rett, jf punkt 11.3.3, ble det særlig knyttet noen kommentarer til kraftmarkedet. Det heter blant annet:

> «Det foreligger ingen generell regulering av handel med varederivater. Handel med kraftderivater som er det eneste varederivatet som er gjenstand for organisert omsetning i Norge, er etter det utvalget er kjent med heller ikke særskilt regulert utover at virksomhet som medfører forpliktelser til å levere kraft, forutsetter omsetningskonsesjon etter reglene i energiloven.
>
> Statnett Marked AS[46] har konsesjon fra Norges vassdrags- og energiverk til å organisere krafthandel og forestå avregning og oppgjør.

42. International Organisation of Securities Commisions (Den internasjonale samarbeidsorganisasjon for verdipapirtilsyn).
43. Rådsdirektiv 93/6/EØF av 15. mars 1993 om investeringsforetak og kredittinstitusjoners kapitaldekningsgrad.
44. Rådsdirektiv 98/31/EF av 22. juni 1998 om endringer i kapitaldekningsdirektivet.
45. Basel-komiteen (Basel Committee on Banking Supervision) ble etablert i 1975 av sentralbankene i G 10 landene. Komiteen har medlemmer fra USA, Canada, Japan, Tyskland, Storbritannia, Frankrike, Italia, Belgia, Nederland, Luxembourg, Sveits og Sverige. Sekretariatet ligger hos BIS (Bank for International Settlement) i Basel i Sveits, som er sentralbankenes oppgjørsbank.
46. Nå Nord Pool ASA.

(…)

Også nordiske aktører har handlet på det norske kraftmarkedet i mange år. I St. meld. nr. 11 (1995-96) om organiseringen av krafthandelen med Sverige, foreslår regjeringen endringer som gir like vilkår for svenske og norske aktører i handelen på den norske kraftbørsen. Som et ledd i det videre arbeidet med utviklingen av handelen mellom Norge og Sverige vil Nærings- og energidepartementet vurdere behovet for regelverk også for handel med varederivater og behovet for samordning av regelverket for de norske og svenske aktørene. Også regler for danske, finske og russiske aktører vil bli vurdert i denne sammenheng.»

Verdipapirhandellovutvalget skriver videre under punkt 11.5.10:

«Etter utvalgets syn viser den nevnte problemstilling 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 er nødvendige på denne bakgrunn. Ettersom erfaringene med varederivatmarkeder i Norge er svært begrensede, antar utvalget at en slik utredning mest hensiktsmessig kan foretas med utgangspunkt i de erfaringer som nå opparbeides i forbindelse med kraftderivatmarkedet. Den nærmere vurdering av hvilke regler som bør gjelde for dette markedet bør etter utvalgets syn foretas på bakgrunn av bl.a. de særlige hensyn energiloven skal ivareta. Tilsvarende særlige hensyn vil etter utvalgets syn måtte vurderes for andre typer varederivater i den grad den underliggende varen er underlagt særskilt regulering.»

Departementet avga sin vurdering i Ot.prp. 29 (1996-97), punkt 11.2.9 som følger:

«Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av 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.

(…)

Finansdepartementet har tatt initiativ overfor Næringsdepartementet til etablering av en arbeidsgruppe som skal se nærmere på de nevnte problemstillinger. Finansdepartementet viser dessuten til at Næringsdepartementet i høringsbrev av 4. desember 1996 har foreslått endringer i Energiloven. I høringsutkastet legges det bl.a. til grunn at det skal kreves konsesjon for å drive organisert markedsplass forsåvidt gjelder både fysiske og finansielle kontrakter knyttet til kraftleveranser.

Departementet viser forøvrig til at det innen EU pågår en diskusjon om handel med varederivater bør reguleres på linje med handel med finansielle instrumenter. Etter det departementet er kjent med, er det blant medlemslandene forskjellige syn på behovet for og hensiktsmessigheten av å regulere dette på fellesskapsnivå. Uenigheten må sannsynligvis ses på bakgrunn av at de ulike landene har ulike vare- og varederivatmarkeder, og dermed også ulike behov for regulering. Etter departementets syn underbygger diskusjonen innen EU behovet for en nærmere utredning på nasjonalt nivå.»

Det er også særlig pekt på høringsuttalelsen fra Norges Bank, som mente at det ikke skulle være behov for ytterligere utredning av spørsmålet om hvordan råvarederivater bør reguleres:

> «Etter Norges Banks syn bør definisjonen av finansielle instrumenter i den nye loven omfatte råvarederivater «med kontant oppgjør» jf. § 1-2 annet ledd punkt 7. Dersom kraftderivater med utelukkende finansiell avregning skal reguleres etter energiloven, mens andre derivater med finansiell avregning skal reguleres etter verdipapirhandelloven, vil dette etter Norges Banks syn innebære et uoversiktlig regelverk. Dersom det i Norge oppstår et marked for andre varederivater, er det et åpent spørsmål om de skal reguleres i særlov eller i verdipapirhandelloven. Uansett vil det bli et lite oversiktlig regelverk dersom ikke alle derivater med finansiell avregning reguleres samme sted, dvs i verdipapirhandelloven. Hvorvidt det underliggende aktivum er verdipapirer, rente, valuta eller råvarer spiller i prinsippet liten rolle. Det viktige er at råvarederivater er finansielle instrumenter der oppgjøret kun skjer i form av penger (ikke underliggende aktivum) og at instrumentene kan omsettes på samme måte som andre finansielle instrumenter. Formålet både med råvarederivater og andre derivater er at muligheten til å styre finansiell risiko skal være best mulig.
>
> Et annet forhold som taler for at råvarederivater med finansiell avregning reguleres som finansielle instrumenter, er at dette vil gi lovharmoni med Sverige og Danmark. Det er viktig i og med at det 1. januar 1996 ble etablert et integrert nordisk samarbeid for kraft.
>
> Legaldefinisjonen av finansielle instrumenter i investeringstjenestedirektivet omfatter ikke råvarederivater, og verdipapirforetak trenger derfor ikke få monopol på megling av slike derivater i Norge. Norges Bank mener at for eksempel energiderivater bør kunne omsettes av personer/institusjoner som ikke er verdipapirforetak (energimeglere). Dette vil gi samme regler som i Danmark og Sverige. Det vil da være Kredittilsynet som gir tillatelse til megling fra slike selskaper, og har ansvaret for tilsyn med dem. Norges Bank antar at Kredittilsynet bør kunne avtale at andre myndigheter står for det løpende daglige tilsyn.
>
> Norges Bank har etter søknad fra NOS påtatt seg å være oppgjørsbank for futureskontrakter for kraftmarkeder, jf. brev 20. desember 1995. Norges Bank uttalte her at banken vil vurdere på prinsipielt grunnlag om denne ordningen skal fortsette, bl.a. i lys av Stortin gets behandling av NOU 1996:2. Når det gjelder oppgjørsfunksjonen i Norges Bank behandles dermed råvarederivater i dag på linje med andre derivater.»

Også Oslo Børs var av den oppfatning at verdipapirhandelloven burde omfatte alle derivater som har like egenskaper, uavhengig av om disse er basert på varer, verdipapirer, renter eller valuta når vurderingen bygger på finansiell avrekning og ikke levering av underliggende vare. Oslo Børs uttalte videre:

> «F.eks. kan det tenkes etablert en børsindeks basert på kraftpriser eller energi hvor både kraft, olje og andre energikilder inngår. Verdipapirhandelloven bør ikke avgrense seg mot eller utelukke denne type instrumenter, som vil kunne introduseres iht. børsloven.»

I forbindelse med behandlingen i Stortinget anførte Finanskomiteen følgende, jf Innst. O. nr. 83 (1996-97) punkt 11.2.9:

«Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Senterpartiet, Sosialistisk Venstreparti og Rød Valgallianse, slutter seg til redegjørelsen foran vedrørende vare- og derivatbørs.

Flertallet tar til etterretning utvalgets og departementets standpunkt om 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. Flertallet kan ikke se at det forhold at elektrisk kraft er en viktig vare skulle være noe argument imot at produsenter, distribusjonsverk eller kraftbrukere skal ha anledning til å sikre seg mot store svingninger i kraftprisene ved kjøp av derivater knyttet til elektrisk kraft. Flertallet mener det vil være uheldig å innføre et særnorsk forbud mot varederivater.

Flertallet viser til at Regjeringen i proposisjonen i liten grad redegjør for varederivatenes betydning og omfang i Norge. Flertallet har derfor liten bakgrunn for å vurdere konsekvensene av en eventuell innstramning i reglene for å bruke varederivater. Flertallet er kjent med at omfanget i dag kan betegnes som begrenset, men vil anta at det for enkelte bransjer kan ha en positiv betydning ved at det kan utjevne svingninger i markedet og redusere fremtidig risiko om det anvendes fornuftig ut fra en rimelig kjennskap til det varemarkedet det gjelder. På denne bakgrunn vil flertallet forutsette at Regjeringen i forbindelse med fremleggelsen av neste års nasjonalbudsjett redegjør for varederivatenes omfang og betydning i Norge. I denne sammenheng bør det redegjøres for risiko knyttet til bruk av varederivater vurdert opp mot den praktiske nytte de har, bl.a. ved utjevning av risiko, herunder også de samfunnsmessige sider knyttet til et stort omfang av varederivater ved konjunkturmessige svingninger.

Komiteens medlemmer fra Senterpartiet, Sosialistisk Venstreparti og Rød Valgallianse tar Regjeringens redegjørelse til orientering.

Disse medlemmer viser til at Regjeringen heller ikke i denne omgang legger fram forslag til regulering av rammevilkår for varederivater. Dette er en alvorlig mangel ved lovforslaget. Disse medlemmer mener varederivater ikke nødvendigvis skal likestilles som andre finansielle instrumenter – slik resultatet kan bli i EU. Enkelte varer har stor samfunnsmessig betydning, som f.eks. mat og kraft. Dette er basisgoder som alltid har stor betydning, og som kan være avgjørende i eventuelle krisesituasjoner. Disse medlemmer mener derfor det er uforsvarlig å tillate ukontrollerte spekulasjoner i varederivater. Den eneste varederivathandel av noe omfang i Norge er kraftmarkedet. Disse medlemmer har merket seg at flere meklere i dette markedet har innstilt virksomheten. Det kan ligge store latente tap for kundene i dette markedet i Norge. Disse medlemmer er motstandere av børsomsetning av grunnleggende samfunnsgoder som kraft. I utlandet handles det i varederivater for viktige råvarer og matvarer. Disse medlemmer ønsker ikke en slik utvikling i Norge. Det svekker mulighetene for samfunnsmessig styring og kan i verste fall gå på tvers av fellesskapets interesser. Internasjonalt har dessuten erfaringene vært at råvarederivater kan føre til giganttap. Det har vært påstått at Sumitomos megler Yasuo Hamanaka, som drev med kopperderivater, er ansvarlig for verdens største finanssvindel. Det norske markedet for varederivater er foreløpig lite utviklet, med unntak av kraftsektoren. Disse medlemmer vil derfor gå inn for et forbud mot varederivater, foreløpig med unntak for kraftsektoren, der det må gjennomføres konsekvensanalyser.

Disse medlemmer vil på denne bakgrunn gå inn for et forbud mot varederivater.»

6.2.1.2 Annen behandling

Kredittilsynet nedsatte i februar 1995 en arbeidsgruppe som skulle utrede spørsmål knyttet til reguleringa av kraftderivatmarkedet. Arbeidsgruppen besto av representanter fra Statnett Marked AS[47] , SkanKraft AS og Norsk Opsjonssentral AS[48] . Kredittilsynet og NVE deltok med observatører på arbeidsgruppens møter. Arbeidsgruppens utredning ble avgitt til Kredittilsynet i september 1995. I utredningen konkluderes det med at et standardisert marked for omsetning av kraftderivater bør være regulert slik:

- Tilsynet bør ta utgangspunkt i hvorledes aktørene er organisert, og NVE børs således ha hovedansvaret for tilsyn av det finansielle kraftmarkedet og dets aktører.
- Aktører som i dag opererer som egenhandlere eller kundemeklere i kraftmarkedene, vil være under tilsyn av NVE.
- Investeringsforetakene med tillatelse etter den nye investeringsforetaksloven[49] bør gis anledning til å befatte seg med kraftderivater og andre råvarederivater, men vil da generelt være underlagt tilsyn av Kredittilsynet.
- Det må etableres et nært samarbeid mellom NVE og Kredittilsynet om tilsynet av kraftmarkedet.
- Statnett Marked bør selv kunne avgjøre hvorledes selskapet vil organisere sin clearingvirksomhet.
- NOS eller andre clearingorganisasjoner med hjemmel i verdipapirlovgivningen bør gis anledning til å utføre clearing for kraft- og andre råvarederivater.

Olje- og energidepartementet sendte i desember 1996 på høring forslag til endringer i energiloven. Fra forslagets første kapittel om innledning og hovedinnhold heter det blant annet:

> «Energiloven har nå vært i kraft i over 6 år. Kraftforsyningen har i denne tiden vært gjennom en kraftig omstilling til konkurranse i produksjon og omsetning kombinert med en omfattende regulering av monopolvirksomheten i nettet. De erfaringer som er høstet så langt tilsier at enkelte bestemmelser nå bør endres for å følge opp lovens intensjoner i størst mulig grad. På denne måten vil loven også virke bedre til beste for kundenes interesser i kraftmarkedet. De enkeltendringer som departementet tilrår, er det nødvendig å gjennomføre uavhengig av den evaluering av energiloven som departementet skal foreta.
>
> (…)
>
> De endringene som departementet foreslår, begrenser behovet for å sette særlige vilkår gjennom en konsesjonsordning for selskaper som ikke eier overførings- og fordelingsnett. Det ligger derfor til rette for å markere skillet mellom den konkurranseutsatte virksomheten og monopolvirksomheten bedre. Departementet foreslår å omgjøre omsetningskonsesjonen til en konsesjon for salg av nettjenester. Det foreslås samtidig å opprette en egen konsesjonsordning for drift av or-

47. Nå Nord Pool ASA.
48. Nå Norsk Oppgjørssentral ASA.
49. Verdipapirhandelloven.

ganisert markedsplass. Videre foreslås det å etablere en særlig forskriftshjemmel med mulighet for å stille krav til virksomhet som selger energi. Det foreslås i tillegg å lovfeste en del bestemmelser som hittil har vært gitt som vilkår i omsetningskonsesjonene.»

Forslaget ble ikke fremmet videre etter høringsrunden fordi departementet antok å ha behov for mer tid til å vurdere spørsmålet grundigere.

Spørsmålet ble også behandlet i forbindelse med Statsbudsjettet for 1998, jf St. meld. nr. 1 (1997-1998), avsnitt 6.4. Etter en oversikt over spørsmålets behandling i forbindelse med vedtak av verdipapirhandelloven, heter det avslutningsvis:

«Etter gjeldende regler omfatter ikke verdipapirhandelloven omsetning av varederivater. Energiloven har heller ingen særskilte regler om kraftderivater. Verdipapirhandellovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter. En eventuell regulering av handelen med varederivater bør i utgangspunktet ha samme formål. Et særlig spørsmål som bør utredes nærmere, er likevel i hvilken grad verdipapirhandelloven skal gjelde helt eller delvis ved omsetning av varederivater.»

6.2.2 Investor

Når det gjelder investorrollen uttaler Verdipapirhandellovutvalget i NOU 1996:2 punkt 11.5.10:

«I tillegg til regler om vilkår for å drive virksomhet som markedsplass, kan det etter utvalgets syn være grunn til å vurdere enkelte «handelsregler» for varederivater i samsvar med de som gjelder i det organiserte verdipapirmarkedet. Eksempelvis viser utvalget til vphls regler om god forretningsskikk og forbud mot innsidehandel. Bruk av tilsvarende regler i et varederivatmarked, forutsetter imidlertid enkelte særlige tilpasninger av regelverket. Det vises i denne sammenheng til at innsidereglene for derivater som er basert på verdipapirer, er knyttet til i hvilken grad kjøper eller selger av derivatet har fortrolige opplysninger som kan ha betydning for kursen på de underliggende verdipapirene. Det typiske eksempel på slik informasjon vil være informasjon om utsteder av de underliggende verdipapirene. Utstederen har på sin side opplysningsplikt overfor markedet når det gjelder opplysninger som nevnt. En tilsvarende parallellitet mellom fortrolige opplysninger som det ikke kan handles på bakgrunn av og opplysningsplikt i forbindelse med slike opplysninger, er vanskelig å etablere i et varederivatmarked. Utvalget viser i denne forbindelse til at det ikke vil være tradisjonelle utstedere av de varer et varederivat er basert på. I et varemarked består markedet av produsenter, kjøpere og selgere. Aktuelle opplysninger som kan ha betydning for prisen på den underliggende varen vil typisk være en produsents produksjonskapasitet eller en kjøpers behov for varen.»

6.2.3 Mellommann

Mellommannsfunksjonen er tatt opp under behandlingen av verdipapirhandelloven. Fra NOU 1996:2, punkt 11.3.3 siteres:

«I forbindelse med det nye markedet Statnett Marked har etablert, har Statnett Marked etablert en prosjektgruppe for å vurdere mulige tiltak for bl.a. å skaffe et forretningsmessig grunnlag for megling av standar-

diserte kraftkontrakter. Prosjektgruppen foreslår at handel i terminer i ukemarkedet kun skal kunne foretas gjennom meglere. For å drive virksomhet som megler foreslås det stilt følgende krav:

- foretaket må ha en egenkapital på minimum NOK 500 000.
- foretaket må ha en garanti på minimum NOK 1 million (skal gi rett til innmelding av kraft for NOK 10 millioner pr. dag).
- meglere må gjennomgå kurs og bli godkjent av Statnett Marked.

Prosjektgruppen foreslår ingen virksomhetsbegrensninger for meglere. Av de meglertjenester prosjektgruppen anser nærliggende er nevnt:

- megling på termin og i spotmarkedet
- forvaltning av andres fysiske/finansielle kraftporteføljer trading og/eller market making på termin og spotmarkedet
- avregningstjenester
- megling av bilaterale kraftkontrakter
- konsulentvirksomhet herunder analysevirksomhet»

Verdipapirhandellovutvalget skriver videre, jf punkt 11.5.10:

«Det fremgår av utvalgets delinnstilling I (NOU 1995:1) at utvalget antar at det vil anses som en del av fondsmeklerforetakenes virksomhet å formidle handler i varederivater. I Ot. prp. nr. 15 (1995-96) uttaler departementet i denne forbindelse:

«Departementet deler imidlertid ikke utvalgets antakelse om at formidling av handel i varederivater, er et typisk eksempel på en tjeneste som kan antas å ha tilknytning til investeringstjenestevirksomheten. Etter departementets syn vil tilknytningen ikke bare avhenge av om handelen foretas i ordnede former. Det vil tillegg måtte foretas en konkret vurdering bl.a. på bakgrunn av derivatets utforming, de underliggende varene og hvordan handelen er organisert. Departementet antar for øvrig at slik virksomhet ikke bør kunne drives før det er fastsatt tilfredsstillende kapitaldekningskrav for risiko forbundet med virksomheten.

I den grad slik handel vil anses som en del av fondsmeglerforetaks virksomhet, viser utvalget til at lovens regler om god forretningsskikk vil komme til anvendelse på handelen på samme måte som ved formidling av handler med finansielle instrumenter. Det vises dessuten til at kravene til tilstrekkelig erfaring hos foretakets ledelse, samt kravene til tilfredsstillende interne rutiner for organiseringen av virksomheten, må vurderes på bakgrunn av den konkrete virksomhet foretaket driver. Eksempelvis må et foretak som formidler handler i varederivater inneha erfaring og kunnskap om dette markedet, herunder den underliggende varen.

Hensynet til investorene kan etter utvalgets syn tilsi at megling av varederivater underlegges konsesjonsplikt. Hensynet til beskyttelse av investorene er etter utvalgets syn det samme uavhengig av om et derivat er basert på varer eller verdipapirer, så lenge derivatet har en finansiell karakter i likhet med de derivater som faller inn under vphls definisjon av finansielt instrument. Hvilke krav som bør stilles for slik konsesjon, bør imidlertid etter utvalgets syn vurderes på bakgrunn av det marked som utvikler seg, herunder investorstrukturen. Etter utvalgets syn vil en del av de kravene som gjelder for verdipapirforetak, f.eks. etiske krav, være av størst betydning når det ytes tjenester til publikum. Når det gjelder kapitalkrav, viser utvalget til at også disse er fastsatt av hensyn til publikum. Kapitalkrav i verdipapirmarkedet er

imidlertid også fastsatt av hensyn til systemkriser. Systemhensyn i et varemarked vil ikke nødvendigvis kunne tillegges den samme vekt som systemhensyn i finansmarkedet. Dette må bero på omfanget og betydningen av det konkrete markedet.

Utvalget finner på bakgrunn av de ulike hensyn i ulike markeder, ikke grunn til å foreslå at formidling av handel i varederivater bør anses som konsesjonspliktig ytelse av investeringstjenester. Etter utvalgets syn bør spørsmålet om konsesjonsplikt og vilkår for konsesjon, vurderes på bakgrunn av det konkrete markedet, herunder eventuelle særlige regler som gjelder den aktuelle vare derivatene er basert på.

Som nevnt er det kun innen kraftmarkedet det er etablert organisert omsetning av varederivater i Norge i dag. Utvalget legger til grunn at meglervirksomhet i denne forbindelse bør underlegges enkelte minimumskrav. Det vises til at slike krav allerede er foreslått av den tidligere nevnte prosjektgruppen nedsatt av Statnett Marked. Denne prosjektgruppen var som nevnt sammensatt av aktører i markedet. Etter det utvalget er kjent med er omfanget av meglervirksomheten i dette markedet lite pr. i dag. Det er så vidt utvalget forstår dessuten noe forskjellig praksis mht om megler innestår for oppgjøret eller ikke. Utvalget legger til grunn at det bør foretas en nærmere utredning av hvilke krav som bør stilles til meglere i dette markedet og eventuelle andre varederivatmarkeder ut fra de samme hensyn som nevnt i punkt 11.5.10.3 om varebørs. Utvalget er oppmerksom på at i påvente av en slik nærmere utredning, vil verdipapirforetakene formidle handler i kraftderivater i konkurranse med andre meglerforetak som er underlagt en mindre omfattende regulering. Dette kan imidlertid ikke i seg selv begrunne forslag om regulering før de nærmere behov er vurdert på bakgrunn av de konkrete hensyn som gjør seg gjeldende i de aktuelle varederi-vatmarkedene.

Den risiko et verdipapirforetak påtar seg i forbindelse med handel i varederivater, bør etter utvalgets syn ivaretas på samme måte som risikoen ved handel i andre derivater. Det foreslås derfor at verdipapirforetak også ved formidling av slike derivater skal påse at det har betryggende sikkerhet for oppgjøret.»

Fra høringsrunden uttalte blant annet Kredittilsynet at verdipapirforetakene ikke bør kunne drive handel med varederivater før det er fastsatt tilfredsstillende kapitaldekningskrav for risiko forbundet med virksomheten. Kredittilsynet uttalte videre at varederivatmarkedet ofte vil være av en spekulativ og risikopreget karakter, og spørsmålet burde utredes nærmere, særlig hva gjelder verdipapirforetakene eller finansinstitusjonenes deltakelse i handel med varederivater. Dersom departementet skulle legge til grunn at formidling og annen handel med varederivater kan antas å ha tilknytning til investeringsvirksomheten, ville Kredittilsynet anse det hensiktsmessig med nødvendig lovhjemmel til å fastsette forskrifter som regulerer hvilke bestemmelser i verdipapirhandelloven som skal gjøres gjeldende for foretakenes deltakelse i slik handel.

Norsk Opsjonssentral AS påpekte at verdipapirforetak med sin erfaring fra derivathandel i verdipapirmarkedet bør gis anledning til å medvirke i handelen med varederivater.

Det vises også til ovennevnte høringsuttalelse fra Norges Bank om at energiderivater for eksempel bør kunne omsettes av personer/institusjoner som ikke er verdipapirforetak (energimeklere).

Fra den videre behandlingen i Ot. prp. nr. 29 (1996-97), jf punkt 11.2.9, framstår departementets vurdering som følger:

> «Når det gjelder verdipapirforetaks adgang til å formidle varederivater, viser departementet til den vurdering som er foretatt i Ot.prp. nr. 15 (1995-96) punkt 4.3.3. Som det fremgår der er det departementets syn at det må foretas en konkret vurdering av i hvilken grad formidling av handel i varederivater kan anses som en tjeneste tilknyttet investeringstjenestevirksomheten.
>
> I den grad formidling av varederivater vil anses som en tjeneste tilknyttet investeringstjenestevirksomheten slutter departementet seg til utvalgets forslag om at verdipapirforetaket skal påse at det har betryggende sikkerhet for oppgjøret. Det vises forøvrig til at det i forskrift 17. juli 1996 om minstekrav til kapitaldekning for markedsrisiko mv. for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak er fastsatt at institusjoner som handler i råvareinstrumenter som ikke omfattes av andre bestemmelser i forskriften, skal dekke risikoen ved slik virksomhet med tilstrekkelig ansvarlig kapital.»

Finanskomiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Senterpartiet, Sosialistisk Venstreparti og Rød Valgallianse, sluttet seg til departementets vurdering, jf Innst. O. nr. 83 (1996-97) punkt 11.2.9.2. Komiteens medlemmer fra Senterpartiet, Sosialistisk Venstreparti og Rød Valgallianse viste til sine til generelle merknader gjengitt ovenfor, der disse medlemmer gikk inn for forbud mot varederivater, og at det således ikke var behov for regulering av meklers forhold til varederivater.

6.2.4 Markedsplass

I NOU 1996:2, punkt 11.5.10 skriver Verdipapirhandellovutvalget om varebørser:

> «Det følger av børsloven § 1-1 at det med børs forstås en selveiende institusjon som skal forestå regelmessig og offentlig kursnotering i forbindelse med omsetning av aksjer, obligasjoner og andre verdipapirer. En børs kan bare drive virksomhet som nevnt og virksomhet som naturlig henger sammen med dette, jf. § 1-3. Børsloven av 1931 forutsatte at børsen også kunne forestå noteringer for varer. Ved fastsettelsen av 1988-loven la departementet til grunn at det på det tidspunkt ikke var behov for å ha noen varebørs i Norge. Departementet uttalte i Ot.prp. nr. 83 (1986-87) side 33:
>
> «Departementet deler utvalgets vurdering av at det neppe er noe påregnelig behov for å ha varebørs i Norge, og dette spørsmålet drøftes derfor ikke ytterligere i proposisjonen. Dersom det i fremtiden likevel skulle oppstå et behov for en varebørs, mener departementet i likhet med utvalget at det bør gis et eget regelverk for en slik børs.»
>
> Etter det utvalget er kjent med er det kun innen kraftmarkedet det i dag er etablert en varebørs i Norge. Varebørser innen f.eks. tømmer- eller fiskemarkedet vil imidlertid kunne tenkes i fremtiden. Utvalget legger til grunn at en nærmere vurdering av varebørser faller utenfor det er naturlig å ta opp i en utredning om verdipapirmarkedet. Det vises i denne sammenheng til at den fysiske kraftbørsen i dag er regulert i egen lov, dvs. energiloven.»

Departementet sluttet seg til Verdipapirhandelovutvalgets vurdering i Ot. prp. nr.29 (1996-97) punkt 11.2.9. Ved behandlingen av Innst. O. nr. 83 (1996-97) støttet Finanskomiteens flertall departementets vurdering.

Når det gjelder dagens regulering av børs, heter det i Børslovutvalgets innstilling, NOU 1999:3, *"Generelt"* i avsnitt 8.1:

> «Organisering og etablering av børs i Norge er regulert i lov av 17. juni 1988 nr 57 om verdipapirbørs (børsloven). Børsloven regulerer sammen med børsforskriften børsens virksomhet, og forholdet til foretak med børsnoterte verdipapirer og børsmedlemmer. Børsforskriften av 17. januar 1994 er fastsatt av Finansdepartementet med hjemmel i børsloven § 1-6 samt enkelte andre bestemmelser i børsloven, og gir i grove trekk de mer detaljerte regler for opptak til notering, kursnoteringene m v. I tillegg er det enkelte spredte bestemmelser i verdipapirhandelloven og verdipapirsentralloven av betydning for børsens virksomhet.
>
> Opprettelse av børs krever tillatelse fra Kongen, jf børsloven § 1-2. Oslo Børs er eneste institusjon i Norge som har slik konsesjon. Hva som menes med «børs», er nærmere bestemt i børsloven § 1-1, der det heter:
>
> «Med børs forstås i denne lov en selveiende institusjon som skal forestå regelmessig og offentlig kursnotering i forbindelse med omsetning av finansielle instrumenter».
>
> I tillegg fremgår det at bare de institusjoner som har slik konsesjon har rett til å benytte betegnelsen børs med eller uten tillegg i sitt navn eller ved omtale av sin virksomhet, jf § 1-2 annet ledd.»

Siden en børs skal organiseres som sjøleiende institusjon, er det i dag ikke anledning til å etablere eller omdanne en børs som aksjeselskap eller annen selskapsform.

I brev av 28. april 1998 har Finansdepartementet uttalt at konsesjonsplikten skal knyttes til anvendelsen av begrepet «børs». Etter børsloven §§ 1-1 og 1-2 er definisjonen av børs knyttet til å «forestå regelmessig og offentlig kursnotering i forbindelse med omsetning av finansielle instrumenter».

Børslovutvalget skriver videre:

> «Lovdefinisjonen avgrenser også lovens virkeområde mot markedsplasser for andre produkter enn finansielle instrumenter. Hva som ligger i betegnelsen finansielle instrumenter fremgår av verdipapirhandelloven § 1-2 andre og tredje ledd. Det vises til omtale under kapittel 9.3 nedenfor. En markedsplass for notering av kursen på varer eller derivater av varer, for eksempel kraftkontrakter og kraftderivater, kan således ikke få konsesjon etter børsloven. Etter børsloven § 1-3 kan børs med konsesjon etter børsloven bare drive kursnotering som angitt i § 1-1, og «virksomhet som naturlig henger sammen med dette». Med dette fastsettes også begrensningene for hva slags virksomhet børsen kan drive. Hva som ligger i virksomhetsbegrensningen vil ikke nødvendigvis ligge fast. I forarbeidene heter det i Ot. prp. nr. 83 (1986-87) side 91 at børsen ikke kan drive varebørs.»

I kapittel 20 peker Børslovutvalget på at driften av markedsplass for varederivater med kontant oppgjør ligger så nær opp til virksomheten som børs for finansielle instrumenter, at den bør kunne drives av børs. Det samme gjelder der det foregår fysisk levering dersom det foreligger betryggende systemer for oppgjør med videre som børsen kan knytte seg til. Det antas at slik virksomhet vil kunne gi en mer rasjonell og kostnadseffektiv utnyttelse av tekniske systemer og annen kompetanse.

6.2.5 Clearing/oppgjør

Verdipapirhandellovutvalget skriver i NOU 1996: punkt 11.5.10 om oppgjørssentral (clearingsentral):

> «Utvalget kan ikke se at det er grunn til å fastsette krav om bruk av oppgjørssentral ved handel i varederivater, i større utstrekning enn det som foreslås ved handel i verdipapirderivater. I utgangspunktet bør det imidlertid stilles de samme krav til institusjon som driver virksomhet som oppgjørssentral uavhengig av om virksomheten er knyttet til finansielle instrumenter eller varederivater. På lik linje med spørsmålet om børsnotering og konsesjon for å formidle handler, legger utvalget til grunn at spørsmål knyttet til oppgjørsvirksomhet i varederivatmarkedet, bør vurderes på bakgrunn av den lovgivning som regulerer de aktuelle varene. Etter utvalgets syn bør imidlertid oppgjørssentral med tillatelse etter vphl. kunne drive virksomhet knyttet til varederivater. Oppgjørsvirksomhet knyttet til varederivater, vil etter en konkret vurdering kunne kreves utskilt i eget selskap etter den bestemmelse som er omtalt i punkt 11.5.6.7 over.»

Under høringsrunden påpekte Norsk Opsjonssentral AS at oppgjørssentraler med sin erfaring fra derivathandel i verdipapirmarkedet bør gis anledning til å medvirke i handelen med varederivater. I Børslovutvalgets innstilling NOU 1999:3 heter det i *"Generelt"* i avsnitt 8.1:

> «Spørsmål om børs kan eie eller drive oppgjørssentral, er vurdert av Finanskomitéen i Innst. O. nr. 75 (1988-89), der det er lagt til grunn at det bør være et skille mellom markedsplass og oppgjørsfunksjon (clearing).»

I NOU 1996:2 (ny verdipapirhandellov) punkt 11.5.6.2 side 181-182 bemerket Verdipapirhandellovutvalget at de ikke delte denne vurdering.

Videre bemerker Børslovutvalget i avsnitt 20.2:

> «Etter utvalgets mening må oppgjørsvirksomhet slik dette er regulert i verdipapirhandelloven kapittel 6 regnes som virksomhet som naturlig henger sammen med børsvirksomhet i forhold til virksomhetsbegrensningsreglene. Slik virksomhet har en nær sammenheng med virksomheten som derivatbørs, i det oppgjørsfunksjonen er en forutsetning for derivathandelen på børs. I NOU 1996:2 Verdipapirhandel, side 181 og 185 drøfter Verdipapirhandellovutvalget hvorvidt børs- og oppgjørsvirksomhet bør kunne drives i en integrert enhet. Fra side 181-182 hitsettes:
>
> «Utvalget vil for øvrig nevne at de krav som er foreslått over ikke bør utelukke at børs driver oppgjørsvirksomhet. Som nevnt over la Finanskomiteens flertall i Innst. O. nr. 75 (1988-89) til grunn at det bør være et skille mellom markedsplass og oppgjørsfunksjon. Utvalget deler ikke uten videre denne vurderingen slik situasjonen er nå. Integrerte løsninger er ikke uvanlig i utlandet, uten at dette så langt utvalget vet har medført spesielle problemer. Ettersom det foreslås at oppgjørsvirksomhet skal organiseres i aksjeselskap, vil børsen som en stiftelse ikke kunne drive slik virksomhet annet enn i datterselskap med mindre departementet gjør unntak fra bestemmelsen. Eventuelle endringer i børsloven faller utenfor utvalgets mandat. Utvalget anser imidlertid at det ikke bør utelukkes at børs kan drive slik virksomhet integrert dersom de i henhold til børsloven sto fritt organisasjonsmessig og dermed kunne organiseres som aksjeselskap. Det påpekes for øvrig at de integrerte handelsplasser og oppgjørsfunksjoner i utlandet kun omfatter

derivater. Utvalget er ikke kjent med eksempler på at børser som er handelsplass for både derivater og underliggende instrumenter også utfører oppgjørsfunksjoner for derivathandelen. Manglende eksempler på en slik full integrering, bør imidlertid ikke utelukke at dette kan være hensiktsmessig. Utvalget antar at virksomhetsbegrensningen i børsloven § 1-3 ikke bør være til hinder for en integrert løsning som nevnt. Utvalget vil allikevel peke på at det med det norske regelverket for etablering av børs og med kun en etablert norsk børs, kunne være hensiktsmessig å lette på vilkårene for å etablere børs for å legge til rette for en reell etableringskonkurranse dersom det anses hensiktsmessig med en integrert løsning. Utvalget antar i denne forbindelse at det i like stor grad ville kunne være interessant for en oppgjørssentral å søke tillatelse til også å være derivatbørs, som for en eksisterende børs å søke tillatelse til også å forestå oppgjøret. »

«I Ot. prp. nr. 29 (1996-97) side 118 viser Finansdepartementet i tilknytning til disse spørsmål til den planlagte nedsettelsen av nærværende utvalg. Børslovutvalget slutter seg til Verdipapirhandellovutvalgets vurdering av at oppgjørsvirksomhet har nær sammenheng med børsvirksomhet. Børslovutvalget er imidlertid i tvil om oppgjørsvirksomhet skal kunne drives integrert i børsen. Som et utgangspunkt vil oppgjørsvirksomheten som nevnt ha nær sammenheng med virksomhet som derivatbørs. Dersom kapitalgrunnlaget i børsen er forsvarlig, vil det kunne hevdes at oppgjørsvirksomheten skal kunne drives i børsen. Man har erfaring med slik integrert virksomhet internasjonalt, uten at det er registrert problemer med dette. For aktørene i derivatmarkedet vil en slik integrert virksomhet kunne være formålstjenlig. Transaksjoner kan da gjennomføres i ett system. Det skapes således minst mulig friksjon i transaksjonene. På den en annen side påtar oppgjørssentralen seg en ikke ubetydelig risiko ved å gå inn som part i alle avtalene. Det er også et poeng at oppgjørsvirksomhet er konsesjonspliktig etter verdipapirhandelloven kapittel 6, og at rammebetingelsene for oppgjørsvirksomhet er ulike de rammebetingelser som gjelder for børser, blant annet med særlige krav til ansvarlige kapital. Videre kan bare allmennaksjeselskaper drive oppgjørsvirksomhet. Det vil således bare være børser som er organisert som allmennaksjeselskap som vil kunne drive børs- og clearingvirksomhet i samme organisasjon. Hensynet til klart avgrensede kjernevirksomheter for konsesjonspliktig virksomhet, blant annet av tilsynsmessige hensyn, tilsier at disse to virksomhetstypene etter en konkret vurdering av Kredittilsynet bør kunne pålegges drevet i adskilte selskaper. Ved å skille de to virksomhetene i ulike selskaper vil man videre kunne isolere ulike økonomiske risiki knyttet til de ulike typer virksomhet. Utvalget antar for øvrig at en selskapsrettslig adskillelse av virksomhetene ikke nødvendigvis reduserer effektiviteten i transaksjonskjeden. Se lovutkastet § 5-2 tredje ledd.»

6.2.6 Sammenfattende vurderinger

De omfattende sitatene fra forholdsvis nye lovarbeider viser at flere relevante myndigheter og aktører peker på klare paralleller til finansielle instrumenter, og at reglene i verdipapirhandelloven vil gi viktige retningslinjer for en eventuell regulering. Det pekes imidlertid også på særlige hensyn som vil gjelde for varederivatmarkeder. Finansdepartementet og Kredittilsynet peker i denne sammenheng på behov for ytterligere utredning, og at regelverket må ses i sammenheng med de særlige behov som antas å gjelde. Det er *utvalgets* ambisjoner å møte disse behovene.

6.3 Tokyo-erklæringa

6.3.1 Generelt

Tokyo-erklæringa er det hittil eneste forsøk på å formulere internasjonale standarder for tilsyn med og regulering av derivatmarkeder der varer og tjenester er underliggende. Det siktes mot at markedene skal ha tillit og integritet uavhengig av om oppgjør skjer i den fysiske varen eller med penger.

Det framholdes at det er nødvendig med internasjonale standarder fordi markedene i økende grad er globale, både i produksjon, lagring, prising og konsum. Det konstateres alt i utgangspunktet at dette understreker behovet for å sikre markeder med integritet og tillit som ikke kan manipuleres eller misbrukes. Det framholdes at manipulering og annet misbruk kan ødelegge integriteten og i siste instans likviditeten i markedet.

Tokyo-erklæringa er utformet av tilsynsmyndigheter fra 18 land, blant annet USA og Storbritannia. Det er et finansdepartement, tre integrerte finanstilsyn og minst åtte verdipapirtilsyn som er relevante myndigheter i til sammen tolv land, blant dem Storbritannia. Bare i fire av de land som har vært med på å støtte erklæringa er det særskilte tilsynsmyndigheter for handel i varederivater, blant dem USA og (to i) Japan.

Disse landene tok først opp arbeidet med internasjonale standarder gjennom London- kommunikeet høsten 1996, som er gjentatt i Tokyo-erklæringa fra høsten 1997. I arbeidet med erklæringa har en, som nevnt, studert sammenhengen mellom markedene internasjonalt. En har imidlertid også studert sårbarheten markedene hadde for ulike økonomiske sjokk (valuta, sammenbrudd i tilbudet, manipulering og misbruk, og finansielt stress i foretak), og en har sett på de særskilte tilsynsbehovene i markeder med fysisk levering.

Utvalget anser Tokyo-erklæringa som et riktig utgangspunkt for hva som må påses ved norsk regulering av varederivater. Tokyo-erklæringa er trykt som vedlegg til *utvalgets* rapport. Her gjengis *utvalgets* sammendrag av viktige momenter:

I erklæringa presiseres det at myndigheter må sørge for:

- At det gis råd om god standard for slike markeder.
- At en sikrer at alle markedsmyndigheter opptrer etter forutsigbare regler.
- At det sikres adekvat informasjon for å vurdere aktørenes utsatthet. En skal her se på hele eksponeringen, ikke bare eksponering i regulerte markeder (det vil si ikke bare i varebørser). En må i arbeidet med å sikre seg adekvat informasjon være seg bevisst at informasjon fra otc-markeder er vanskeligere tilgjengelig.
- At det eksisterer klare regler om markedsatferd. Reglene må overvåkes, og det er her behov for grensekryssende samarbeid, både om tiltak for å sikre informasjon og markedsdisiplin.
- At tilsynsmyndigheter har tilstrekkelige fullmakter til å gripe inn mot uønsket markedsatferd, det være seg fra aktører i det regulerte markedet og fra andre.

Underskriverne av Tokyo-erklæringa framhever at de er særlig fornøyd med arbeidet som er gjort med kontraktsutforming (erklæringas vedlegg A) og med veiledning om komponenter i markedsovervåking (erklæringas vedlegg B). Disse to dokumentene er innbyrdes komplementære, og dessuten komplementære til et nasjonalt tilsyn med markedene og markedsaktørene.

Under behandlingen av Tokyo-erklæringa ble det kunngjort at det vil bli vedlikeholdt lister med personer ansvarlig for utveksling av informasjon m.v. i forhold til begivenheter i markedet eller enkeltbedrifter. Det ble også gitt støtte til det pågående arbeidet med internasjonale bestrebelser for standardisering av informasjon.

Videre ble det fremmet blant annet følgende anbefalinger og forslag:

- Hver myndighet bør påse at forholdene i nasjonalt marked er i samsvar med anbefalingene i erklæringas vedlegg A og B.
- Markedsmyndigheter bør i sitt land bidra til at markedsplasser og oppgjørssentraler gjør regler for handel og oppgjør, og praktiseringen av disse reglene, oversiktlige og kjente.
- Siden informasjon er kritisk, bør markedsmyndigheter påse at de har tilstrekkelig og relevant hjemmel for overordnet tilsyn som kan avsløre og dermed avskrekke fra misbruk og uryddig markedsatferd, og spesielt bør de ha informasjon for å identifisere konsentrasjon av posisjoner.

Det ble besluttet å henvise til IOSCO[50] for ytterligere drøfting av følgende:

- Behovet for ytterligere retningslinjer for teknikker for tilsyn med markeder og clearingorganisasjoner.
- Ytterligere avgrensing av hva som er markedsmanipulasjon og misbruk av varederivatmarkeder.
- Hvordan Tokyo-erklæringa kan nyttiggjøres i finansielle og andre derivatmarkeder.

6.3.2 Utforming av kontrakter

Tokyo-erklæringas vedlegg A omhandler anbefalinger vedrørende utforming av kontraktene. Vedlegget inneholder drøfting m.m. av punkter som også er nevnt i Tokyo-erklæringas hovedtekst.

Det er enighet om at kontraktsutforming er en nøkkel til å sikre muligheter for tilsyn og er kritisk for markedets integritet. Basert på rundspørring i 17 land tidlig i 1997 er det anbefalt en internasjonal standard for kontraktsutforming. Standarden gir ikke anbefaling av hva slags markedsmyndighet som bør ha ansvar for oversyn med kontraktenes utforming. Uansett hvilken myndighet som har slikt oversynsansvar vil varebørsen sjøl ha hovedansvaret for utforming av kontraktene.

Gode kontrakter og gode kontraktsvilkår framheves som et supplement til, og ikke en erstatning for et adekvat tilsyn. Det anbefales at alle bør gjennomgå «sine» markeder og se om anbefalingene er overholdt i deres land.

Som særlig viktige hensyn er framhevet:

- Påreknelighet; Markedsmyndighetene må ha klare regler og klare rammer for sin vurdering. Markedsmyndigheter må holdes til ansvar for at de opprettholder standarden i markedet i samsvar med dette, og det må eksistere hjemmel for å gripe inn mot kontraktsvilkår som kan gi grunnlag for manipulering og uordnede markedsforhold. Spørreundersøkelsen avdekket at stort sett forelå slike fullmakter, og det presiseres at betydelig prisvariasjon ikke er bevis på at det foreligger markedsmanipulering.
- Økonomisk nytte; Kontraktene skal være egnet til å bidra til risikostyring for sluttbrukere, og bidra til forenkling av prisprognostisering i markedet

50. International Organisation of Securities Commisions (Den internasjonale samarbeidsorganisasjon for verdipapirtilsyn).

for den underliggende vare. Korrelasjon med underliggende marked er ønskelig, både for prissikring og prisprognostisering.
- Sammenhengen med varemarkedet; Kontraktsvilkår skal reflektere det underliggende varemarkedet, og skal ikke bidra til leveringshindre av den underliggende vare. Myndigheter bør studere sammenhengen med prisene i underliggende markeder ved sin gjennomgang av kontrakter.
- Oppgjør og levering; Prosedyrer må være påreknelige og bidra til å sikre priskonvergens mellom underliggende vare og varederivatet.
- Samsvar med behov; Synspunkter til potensielle sluttbrukere skal tas hensyn til ved utforming av kontrakter. Dette gjelder for eksempel spesifikasjon av størrelse og kvalitet i kontraktene. Det framheves at dette også er i markedets egeninteresse.
- Gjennomsiktighet; Informasjon om kontraktsvilkår og øvrig informasjon om levering og prising skal være enkelt tilgjengelig for tilsynsmyndigheter og markedet.

6.3.3 Markedsovervåking og informasjonsdeling

Tokyo-erklæringas vedlegg B omfatter anbefalte elementer av markedsovervåking og informasjonsdeling.

Ambisjonen er å formulere vesentlige egenskaper ved et godt system for overvåking og tilsyn uten å si i hvilken juridisk form dette bør organiseres. Det pekes også på at et godt overvåkingssystem bare er et element i en helhet som sikrer markedets integritet m.v.

Det anbefales at alle markedsmyndigheter gjennomgår sin markedsovervåking og rutiner for informasjonsdeling, og ser til at anbefalingene er overholdt i deres land. En bør også delta i og gjøre bruk av informasjonsopplegget skissert i «Boca Raton Declaration».[51]

Fra drøftingen av elementene trekkes følgende fram som særlig viktige hensyn:
- Rammer for overvåking; Myndigheter skal ha en klar ramme for overvåking av markedet, for tilsyn med aktører og for å påse at atferdsregler følges. Det må være klare hjemler for tilsyn og inngrep både i de organiserte markedene, i otc-markedene og i markedene sett under ett. En rask totaloversikt over posisjoner og virksomhet i markedet er vesentlig.
- Innhenting av informasjon; Informasjon er nødvendig for å sikre et velorganisert marked. Markedsaktørene må pålegges å gi informasjon, og der det er ulike myndighets- og tilsynsorgan må det ikke foreligge taushetsplikt dem imellom. Informasjon skal hentes inn både som rutine og ved særskilte behov både fra regulerte varemarkeder og fra annen handel med relaterte varederivater. Myndigheter må ha tilgjengelig informasjon som kan avsløre særlig store posisjoner og markedets struktur. Det erkjennes at data for otc-markedene er vanskeligere tilgjengelig. Det kan være behov for særskilte hjemler og opplegg for å sikre informasjon om disse markeder. Det er også viktig med regulær innhenting av informasjon fra varebørser og å sikre informasjon fra markeder i «omegnen» av varebørser, for eksempel ved særskilte hjemler. Det kan være behov for infor-

51. Erklæringa gjelder samarbeid mellom børser og samarbeid mellom tilsynsmyndigheter, blant annet for å kunne avdekke store posisjoner i ulike markeder. Spørsmålet ble særlig aktualisert blant annet av Sumitomo-saken, j *"Sumitomo og kopperderivater 1995"* i avsnitt 4.3 og Barings-skandalen.

masjon som klargjør i hvilken grad posisjoner er ledd i sikring eller arbitrasje og om posisjonene er lånefinansiert eller ikke. Det må også finnes hjemler for å finne fram til bakenforliggende investorer når meklere eller andre rapporterer samlekonti for kunder.

- Analyse av informasjon; Innsamlede data skal egne seg for analyse. Det må påses at en har effektive metoder for innhenting og analyse av data, og analysen bør skje raskt.
- Avdekking av markedsmisbruk; Det må ikke forekomme feil eller villedende rapportering av pris eller handel, eller samarbeid mellom aktører som villeder markedet både om omfanget av handelen og hvem som står bak handelen. En må regelmessig se til at ulike former for markedsmisbruk ikke forekommer, og ha myndighet til å gripe inn i markedet eller mot markedsaktører. Det må foreligge hjemmel til å få dokumenter og rett til å spørre ut personer mistenkt for markedsmisbruk.
- Inngrepshjemmel; Klare og effektive inngrepshjemler må foreligge, og det må være vilje og evne til å bruke dem. Som mulige tiltak nevnes pålegg om posisjons- eller prisgrenser, krav om ytterligere margin, krav om lukking eller flytting av åpne posisjoner og krav om å stoppe handel eller å endre leveringsbetingelser.
- Disiplinering av markedet; En klar hjemmel for tiltak for å disiplinere markedsdeltakere må foreligge, og den må også anvise typer sanksjoner. Dette kan være i form av advarsel, reprimande, krav om skolering av markedsdeltakere, erstatning, bot, å sette vilkår for eller stoppe handel i et helt marked eller for enkelte markedsdeltakere. Det nevnes også muligheten for å henvise til strafferettslig forføyning.
- Tiltak mot andre; Det må foreligge klare hjemler for tiltak mot markedsmisbruk også fra andre. Dette kan skje ved mulige tiltak som å øke marginkrav eller å sette handelsgrenser.
- Informasjonsdeling; Markedsmyndigheter må samarbeide ved å utveksle informasjon nasjonalt og internasjonalt. Bruk av informasjon som bare er samlet for tilsynsformål, må strengt overholde nasjonale regler om konfidensialitet. Spesielt trekkes fram behov for samarbeid om markedskonsentrasjon og store eksponeringer. Ønske om informasjon må være presist formulert og begrunnet, og innholdet i informasjonsutvekslingen vil derfor avhenge av juridiske vilkår både i spørre- og svarelandet.

Kapittel 7

Utvalgets vurderinger

7.1 Generelt om plassering av regulering

I *"Behovet for regulering"* i kapittel 5 ovenfor er det gjort rede for behovet for regulering av varederivater. I dette kapitlet skal det gjøres nærmere rede for hvordan reguleringa etter *utvalgets* oppfatning bør utformes.

Utvalget har med utgangspunkt i mandatet lagt til grunn at det er behovet for offentligrettslig regulering som skal være grunnlaget for *utvalgets* vurderinger. På bakgrunn av behandlingen av verdipapirhandelloven jf *"Generelt"* i punkt 6.2.1, har *utvalget* i sine vurderinger særlig sett på de regler som gjelder for verdipapirmarkedet. I de vurderinger *utvalget* har foretatt, er det også lagt vekt på at en eventuell regulering ikke skal hemme utviklingen i de aktuelle markeder som reguleres. *Utvalget* har tatt utgangspunktet i lovgivning, slik at endringer i forskrifter må vurderes på et senere tidspunkt.

Sjøl om varederivater ikke er regulert som finansielt instrument etter ISD, har enkelte land igangsatt et arbeid for å se nærmere på behovet for slik regulering, og flere EU-land har allerede gjennomført en slik regulering i sin interne lovgivning, jf *"Internasjonale forhold"* i punkt 6.1.2. I henhold til den internasjonale praksis *utvalget* kjenner til, synes varederivater ofte å være ansett som finansielle instrumenter på linje med mer tradisjonelle finansielle instrumenter for øvrig.

Tilsynsmyndigheter fra land med vesentlig virksomhet innenfor handel med varederivater har ved Tokyo-erklæringa lagt grunnlag for ei regulering av varederivater. I Tokyo-erklæringa tas det ikke stilling til hvilken form reguleringa skal ha, men det fremmes anbefalinger om reguleringas innhold. Det kan påpekes at en rekke av de 18 underskriverne av erklæringa er kredittilsyn/ finanstilsyn. Viktigheten av internasjonale standarder framheves både på grunn av den økende globaliseringen, for å legge til rette for integritet og tillit i markedene, og for å opprettholde markedenes likviditet. Et viktig punkt i erklæringa er at det er vesentlig å rette oppmerksomheten mot utøvelsen av tilsyn med markedene. Det vises til nærmere omtale av Tokyo-erklæringa under *"Tokyo-erklæringa"* i avsnitt 6.3.

Ei regulering av varederivater kan enten skje i spesiallov knyttet til det enkelte derivats underliggende, eller ved en samlet regulering for alle varederivater og eventuell annen virksomhet med samme reguleringsbehov. 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 investeringstjenester 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.[52] 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.[53] Den siste endringen i EUs kapitaldekningsdirektiv på bakgrunn av Basel-komiteens anbefalinger (CAD II) viser at utviklingen internasjonalt går i retning av at varederivater behandles tilnærmet likt med finansielle instrumenter.[54] 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 rettstekniske hensyn, er det etter *utvalgets* oppfatning naturlig å ta utgangspunkt i at reguleringa av varederivater i Norge skal skje med visse tilpasninger i verdipapirhandelloven. Dette gjennomgås nærmere nedenfor.

52. En oversikt over varederivatkontrakter godkjent for omsetning i USA finnes i CFTC sin årsberetning (http:// www.cftc.gov/annualreport98/contractsdesig.htm)
53. Se *"EU"* i punkt 6.1.2.3.
54. Se *"EU"* i punkt 6.1.2.3.

7.2 Varederivater som finansielle instrumenter

7.2.1 Generelt

Vphl § 1-2 andre ledd definerer hva som menes med finansielle instrumenter. Finansielle terminkontrakter, herunder finansielle instrumenter med kontant oppgjør er omfattet av definisjonen.

Utvalget peker på at det er vesentlige likheter i produkter og tjenester i markeder for varederivater og finansielle derivater. Derivatene har mange like egenskaper, uansett om det underliggende er varer, verdipapirer, valuta eller annet, og sjøl om det underliggende kan være underlagt ulik regulering. En viktig forskjell er grunnlaget for prisfastsettelsen. For derivater med omsettelige verdipapirer som underliggende er det prisen i et verdipapirmarked som danner utgangspunktet for prisen på derivatet. For varederivater er det prisen i et spotmarked for varen. Både for finansielle derivater og varederivater kan underliggende også være observerte indekser av de aktuelle varer eller tjenester. Likheten mellom de ulike typer av derivater viser seg også ved at det internasjonalt anvendes samme type standardiserte kontrakter både for handel i varederivater og for handel i andre derivater (ISDA)[55]. Verdipapirforetak som i dag har konsesjon etter verdipapirhandelloven vil bli omfattet av kapitaldekningsreglene også for sine posisjoner i varederivater. Likeledes gjelder reglene om sikkerhetsstillelse ved handel i derivater etter vphl § 9-5 siste ledd for verdipapirforetaks handel i varederivater.

Den norske Bankforenings mønster til alminnelige forretningsvilkår for finansielle instrumenter kan også omfatte kontrakter vedrørende varederivater.[56] Utkastet til norsk reknskapsstandard om finansiell risiko og bruk av finansielle instrumenter, anfører følgende:[57]

> I regnskapsloven er begrepet finansielle instrumenter knyttet til definisjonen i vphl. Dette begrepet omfatter ikke råvarebaserte derivatinstrumenter, dvs. terminkontrakter, futures og opsjoner på for eksempel elektrisk kraft, metaller eller olje. Børsnoterte råvarebaserte derivatinstrumenter kan gjøres opp ved fysisk levering eller ved differanseoppgjør med kontanter. Muligheten for kontantoppgjør innebærer at disse kontrakter har likhetstrekk med finansielle derivater. Nyere høringsutkast om finansielle instrumenter fra FASB i USA og ASB i Storbritannia har inkludert råvarebaserte derivater i begrepet finansielle instrumenter. Mange norske foretak anvender børsnoterte råvarebaserte kontrakter i sin virksomhet. I denne standarden er råvarebaserte instrumenter med mulighet for kontant oppgjør tatt med i begrepet finansielle instrumenter.

Utvalget er kommet fram til at definisjonen av finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven bør utvides til også å omfatte varederivater. Dette gjøres teknisk ved at definisjonen av finansielle instrumenter i vphl § 1-2 andre ledd utvides til å omfatte varederivater. Dersom varederivater omfattes av definisjonen av finansielle instrumenter i vphl § 1-2 andre ledd, er det behov for å foreta en nærmere vurdering av hvordan varederivater skal underlegges regulering. Dette gjøres under *"Generelle handelsregler"* i avsnitt 7.3 og utover.

55. International Swap and Derivatives Association.
56. Mønster til Alminnelige forretningsvilkår for finansielle instrumenter med videre, Småskrift fra Den norske Bankforening, februar 1999.
57. Norsk RegnskapsStiftelse, høringsbrev av 10. desember 1998.

7.2.2 Nærmere avgrensning av varederivater som finansielt instrument

Begrepet «finansielt instrument» er et sentralt koblingsord i verdipapirhandelloven og i finanslovgivningen for øvrig. Et spørsmål er om det bør foretas et reguleringsmessig skille mellom varederivater med kontant oppgjør og varederivater med fysisk levering. En derivatkontrakt med adgang til fysisk levering vil ikke nødvendigvis føre til at fysisk levering skjer. Investor vil kunne stenge en posisjon med en motposisjon, og oppgjøret vil foretas kontant. I noen tilfeller der fysisk levering skjer, vil denne bare være i form av rettigheter til et vareparti, og ikke bestå av levering av sjølve varepartiet. For partene vil oppgjøret i slike tilfeller kunne framstå som et kontant oppgjør. Ulike regler knyttet til om det skjer fysisk levering eller ikke, kan også føre til uønsket regelarbitrasje mellom spot og derivatmarkeder. Partene kan velge å avtale fysisk levering hvor det er åpenbart at fysisk levering ikke vil skje. Det er for øvrig en stor likhet mellom derivater med og uten fysisk levering, og det er neppe praktisk å etablere et reguleringsmessig skille ved om fysisk levering kan foretas eller ikke.

På den annen side kan det være grunn til å trekke et reguleringsmessig skille mellom de ulike aktørene i varederivatmarkedet. Reguleringsbehovet for ulike aktører kan være forskjellig, og dette kan også få betydning for hvordan de skal reguleres. Ovenfor framgår blant annet at reguleringsbehovet for den som driver mellommannsvirksomhet i varederivater kan være større enn for investorer i varederivatmarkedene.[58] Et slikt skille er også gjennomgående i verdipapirhandelloven, hvor virksomhetsreglene i det vesentlige er rettet mot foretak som yter mellommannstjenester overfor tredjemenn. De allmenne handelsreglene i verdipapirhandelloven er i stor grad rettet mot alle aktører i markeder for finansielle instrumenter Slike regler knytter seg vesentlig til omsettelige verdipapirer notert på børs, og vil i mindre grad få anvendelse på investorer i varederivatmarkedene, jf *"Generelle handelsregler"* i avsnitt 7.3. Ved å regulere varederivater som finansielle instrumenter etter verdipapirhandelloven mener *utvalget*at reguleringa i første rekke bør innebære at mellommenn må ha konsesjon for å yte investeringstjenester etter vphl § 1-2 første ledd. Reguleringen av varederivater vil i første rekke knyttes til de ulike aktørene i varederivatmarkedet, men også markedsplass og clearing vil kunne bli underlagt regulering. Disse forholdene vil bli gjennomgått nedenfor i *"Markedsplass og nye markeder for varederivater"* i avsnittene 7.5 og *"Clearing, oppgjør og registrering"* i 7.6.

For nærmere å kunne vurdere hva som er en konsesjonspliktig investeringstjeneste er det behov for å se nærmere på varederivatbegrepet. Etter *utvalgets* syn bør ikke enhver kontrakt hvor det foreligger handel med oppgjør fram i tid være å betrakte som varederivater omfattet av definisjonen i verdipapirhandelloven. En slik definisjon av varederivatbegrepet vil bli for omfattende, og ikke nødvendigvis kunne grunngis i et reguleringsbehov. *Utvalget*foreslår derfor at reguleringa av varederivater som finansielle instrumenter, begrenses til *omsettelige*varederivatkontrakter, jf utkastet til vphl § 1-2 nytt siste ledd. Det vises til at et tilsvarende begrep benyttes i definisjonen av verdipapirer som finansielle instrumenter, jf vphl §1-2 andre ledd nr.1, jf tredje ledd. I derivatmarkedet vil omsetningen ofte skje ved utstedelse av terminer og opsjoner og stenging av slike posisjoner, i stedet for ved tradisjonelt kjøp

58. Se *"Motiver for regulering"* i avsnitt 5.2. flg.

og salg. Alle slike former for omsetning vil omfattes av *utvalgets* utkast til definisjon.

Etter *utvalgets* syn vil det sentrale være om derivatkontrakten er omsettelig etter sin art. En klausul om at den aktuelle kontrakten ikke skal kunne omsettes, vil således ikke i seg sjøl være avgjørende.

Den nærmere avgrensning av begrepet «omsettelige varederivater» vil måtte skje etter en konkret fortolking. *Utvalget* vil gjøre rede for enkelte sentrale tolkingsmomenter.

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 avrekning 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 leveringsforpliktelser i den underliggende vare.

Videre vil kontrakter som omsettes på en regulert markedsplass 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.

Det kan i likhet med hva som gjelder etter vphl § 1-2 andre ledd nr. 4 oppstå spørsmål om hva som skiller en terminkontrakt fra en avtale om utsatt oppgjør. *Utvalget* finner i denne sammenheng ikke grunn til å drøfte dette nærmere ut over hva som er gjort i NOU 1996:2.

Foruten å få betydning for hva som er et finansielt instrument, vil skillet mellom regulerte og uregulerte varederivater også få betydning ved vurderingen av når det foreligger et varederivatmarked. Uten et marked med kontrakter som er finansielle instrumenter som angitt ovenfor, vil det heller ikke være et varederivatmarked. Dette er et vesentlig skille ved framveksten av eventuelle nye varederivatmarkeder. Det er vanskelig å angi når det utvikler seg et sjølstendig varederivatmarked basert på et marked med det underliggende i form av varer, tjenester eller indekser. Standardisering og omsettelighet av

kontrakter og utviklet infrastruktur, som organisert markedsplass med tilknyttet clearing, vil være typiske kjennetegn på et varederivatmarked, men grensen blir ellers skjønnsmessig.

7.2.3 Særmerknad om varederivater som finansielle instrumenter

Dette er en særmerknad fra *medlemmet Novsett* til *utvalgets* vurderinger vedrørende behovet for å regulere mellommannsfunksjonen i varederivatmarkeder og *utvalgets* forslag til utvidelse av verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instrumenter.

Dette medlemmet vurderer det slik at behovet for regulering bør vurderes separat for henholdsvis markedsplasser og aktører i de enkelte varederivatmarkeder. I denne sammenheng er det naturlig å vurdere om det foreligger særlige samfunnsmessige behov som tilsier regulering av de enkelte markedsplassene, om det er behov for adferdsregler i disse markedene, og om det er nødvendig med særlig regulering av enkelte aktører, for eksempel mellommenn og foretak som eventuelt utøver clearingfunksjoner i disse markedene.

Utvalgets rapport viser at det er en del likhetstrekk mellom det finansielle derivatmarkedet og markeder for varederivater. Bl. a. er det vist til likheter i derivatkontraktenes rettslige utforming og likheter i derivatenes økonomiske funksjon i forhold til underliggende marked. Videre har *utvalget* pekt på at det er likheter i funksjonene som ulike aktører utøver i varemarkedet og i verdipapirmarkedet. *Dette medlemmet* er av den oppfatning at en påvisning av slike likhetstrekk ikke er tilstrekkelig grunnlag for å gjøre verdipapirhandellovens bestemmelser om konsesjonsplikt og lovens virksomhetsregler for verdipapirforetak gjeldende for alle foretak som yter investeringstjenester med varederivater. Reguleringsbehovene kan være forskjellige for de ulike markeder for varederivater avhengig av for eksempel markedets utviklingstrinn, hvilke aktører som deltar, og ikke minst systemrisikoen knyttet til handelen i det aktuelle varederivat.

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 marked 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 markedsplassregulering og generell adferdsregulering, eller om man bør gå så langt at også mellom-mannsfunksjonene 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 kon-

sekvensene av. *Dette medlemmet* foreslår at det isteden inntas en kasuistisk oppregning av hvilke varederivater som skal omfattes av verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instrumenter. En kasuistisk oppregning av kontraktene kan eventuelt suppleres med en forskriftshjemmel slik at lovens anvendelsesområde kan utvides dersom behovet oppstår, jf teknikken som er benyttet i lov om verdipapirfond av 12. juni 1981 nr. 52. Denne loven omfatter bare kollektive investeringer i verdipapirer, men departementet er i § 1-4 gitt hjemmel til å la loven få anvendelse også for kollektive investeringer i andre formuesgjenstander. En tilsvarende teknikk er benyttet i vphl § 10-1, hvor det fremgår at departementet kan bestemme at vphl *"Utkast til lovendringer"* i kapittel 10 skal gjelde avtaler om andre finansielle instrumenter. En ulempe med kasuistiske oppregninger er at det kan oppstå uheldige avgrensninger mellom kontrakter som omfattes og kontrakter som ikke omfattes av reguleringen. Imidlertid er en slik bestemmelse rettsteknisk klar, og vil medføre at det må foretas en konkret vurdering av behovet for regulering av mellommennene i hvert enkelt varederivatmarked før foretakene underlegges regulering. Således vil en kasuistisk bestemmelse medvirke til at reguleringen ikke favner videre enn behovet til enhver tid tilsier.

Dette medlemmet antar at det kan være behov for å sikre det rettslige grunnlaget for netting av enkelte varederivatkontrakter, for eksempel kraftderivater, og mener at dette er mulig uavhengig av om verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instrumenter utvides til å omfatte varederivater generelt. Det vises til at avtaler om handel med valuta (spot) inngår i området for nettingbestemmelsen i vphl § 10-1, selv om valuta ikke er definert som finansielt instrument. *Dette medlemmet* mener at det rettslige grunnlaget for netting kan sikres ved å endre bestemmelsen i vphl § 10-1 slik at vphl *"Utkast til lovendringer"* i kapittel 10 får anvendelse også for konkret oppregnede varederivater, eller slik at departementet gis hjemmel til i forskrift å utvide bestemmelsenes anvendelsesområde.

7.3 Generelle handelsregler

7.3.1 Utvalgets vurderinger

I det følgende vil *utvalget* vurdere i hvilken grad de generelle handelsreglene i vphl *"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver"* i kapittel 2 bør få anvendelse ved handel i varederivater.

Markedsreglene i vphl *"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver"* i kapittel 2 gjelder *børsnoterte* finansielle instrumenter, med unntak av forbudet mot urimelige forretningsmetoder i vphl § 2-5 som gjelder ved enhver handel med finansielle instrumenter. Det følger av vphl § 1-7 at departementet kan gi verdipapirhandellovens bestemmelser (herunder markedsreglene i *"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver"* i kapittel 2) tilsvarende anvendelse ved handel på regulert marked. Det vises for øvrig til at børslovutvalget har foreslått at blant annet innsidehandelforbudet skal gjelde ved handel med finansielle instrumenter på autorisert markedsplass, jf lovutkastet § 11-2 punkt 3.

Det finnes i dag ingen markedsplasser for varederivater i Norge som har konsesjon som børs etter børsloven. Det finnes heller ingen norske regulerte/autoriserte markedsplasser for varederivater. Dette innebærer at verdipapirhandellovens handelsregler (med unntak av vphl § 2-5) i dag ikke vil få anvendelse ved handel i varederivater.

Det kan reises spørsmål ved om verdipapirhandelloven bør endres på dette punkt, slik at handelsreglene også får anvendelse ved handel med varederivater på en markedsplass. Etter *utvalgets* syn foreligger ikke tilstrekkelige grunner for å endre loven på dette punkt. Investorer som handler på markedsplasser med særskilt tillatelse fra offentlige myndigheter (børs eller autorisert markedsplass), vil ha en berettiget forventning om at handel i instrumenter notert på slike markedsplasser foregår på en sikker og ordnet måte. Det offentlige har derfor oppstilt særskilte krav til hvordan handel i instrumenter notert på slike markedsplasser skal skje, som ikke gjøres gjeldende ved handel i unoterte instrumenter. Ved godkjennelsen av en «offentlig» markedsplass, vil myndighetene vurdere om markedsplassen er organisert på en betryggende måte, blant annet for å legge til rette for håndhevelse av de offentligrettslige markedsreglene. Dette vil typisk være systemer for effektiv spredning av prisrelevant informasjon til aktørene på markedsplassen. Etter *utvalgets* syn tilsier denne sammenhengen mellom offentlig godkjennelse av markedsplassen og offentligrettslige handelsregler at handelsreglene i vphl *"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver"* i kapittel 2 ikke får anvendelse ved handel i varederivater som verken er notert på offentlig godkjent børs (det vil si «børs» i børslovens forstand) eller autorisert markedsplass. Ved handel på andre markedsplasser kan det til en viss grad hevdes at investorene ikke har de samme forventinger til at handelen skjer i samsvar med de offentligrettslige handelsreglene i verdipapirhandelloven. Videre vil ikke organiseringen av markedsplassen være gjennomgått av myndighetene med sikte på å legge til rette for håndhevelse av slike regler. Et slikt synspunkt utelukker ikke at markedsplasser sjøl velger å innføre tilsvarende handelsregler som vilkår for handel på markedsplassen. Det understrekes videre at det vil gjelde et generelt forbud mot urimelige forretningsmetoder ved all handel i varederivater, uavhengig av om det aktuelle derivatet er notert på en børs/autorisert markedsplass eller ikke, jf vphl § 2-5. Videre vil de generelle regler i blant annet markedsførings-, konkurranse- , kjøps- og avtalelov sette rammer for handel med finansielle instrumenter som ikke er notert på børs/autorisert markedsplass.

Dersom det opprettes en børs eller autorisert markedsplass for varederivater i Norge, mener *utvalget* at handelsreglene i vphl *"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver"* i kapittel 2 bør få anvendelse. 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.

Reglene om innsidehandel i verdipapirhandelloven gjennomfører i det vesentlige EUs innsidehandeldirektiv i norsk rett.[59] Direktivet tar sikte på å forby handel med verdipapirer på bakgrunn av innsideinformasjon, at slik

informasjon bringes videre, eller at det gis råd basert på slik informasjon. Særlige krav stilles til ledende ansatte, tillitsmenn, eiere og rådgivere tilknyttet utstederforetaket. Direktivet omfatter verdipapirer som omsettes på et regulert marked slik dette er definert i ISD,[60] og gjelder dermed ikke bare for handel på børs. Direktivet ligger til grunn for vphl *"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver"* i kapitlene 2 og *"Markeder med norske aktører"* i 3.

Bestemmelsen i vphl § 2-1 er rettet mot finansielle instrumenter som er, eller søkes notert på norsk børs. Etter første ledd kan tekning, kjøp, salg eller bytte av slike finansielle instrumenter ikke foretas av noen som har presise og fortrolige opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene vesentlig. Fjerde ledd fastslår at bestemmelsen rammer misbruk av presise og fortrolige opplysninger. Børslovutvalget har som nevnt foreslått at blant annet første og fjerde ledd skal få tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser.[61]

Utvalget ser at det er behov for regler som hindrer misbruk av kurssensitiv informasjon som ikke er likt og samtidig fordelt i varederivatmarkedet. *Utvalget* mener derfor at innsidehandelforbudet som utgangspunkt bør gjelde ved handel i varederivater notert på norsk børs eller autorisert markedsplass. Reglene om innsideinformasjon er imidlertid ikke skrevet med varederivater for øye, og spørsmålene rundt dette er ikke klare i alle sammenhenger. Dette skyldes dels uklarheter i gjeldende innsidehandelforbud, og dels at det er usikkert hvordan et slikt forbud vil få anvendelse i varederivatmarkedet.

Innsidehandelforbudet i vphl § 2-1 rammer bare *misbruk* av fortrolige og presise opplysninger. Misbruksreservasjonen gir uttrykk for en generell rettstridsreservasjon i strafferetten, jf Ot.prp. nr. 29 (1996-97) side 31. Kravet om misbruk er også nærmere omtalt i NOU 1996:2 punkt 4.2.2.3.

Loven tar ikke sikte på å ramme disposisjoner som har et legitimt formål som må veie tyngre enn hensynene bak innsidehandelforbudet. Det sentrale hensynet bak innsidehandelforbudet er å verne om tilliten til markedet. *Utvalget* legger således til grunn at kjøp og salg av varederivater som foretas med kjennskap til innsideinformasjon, ikke er å anse som rettsstridig innsidehandel dersom transaksjonen ikke er egnet til å skade tilliten til varederivatmarkedet. Det er ikke mulig på forhånd å angi uttømmende hvilke disposisjoner som på denne bakgrunn vil anses å være misbruk, og hvilke disposisjoner som ikke vil anses å være misbruk. *Utvalget* vil imidlertid peke på enkelte tolkingsmomenter. For det første vil investors motiv for den aktuelle handelen kunne være relevant ved vurderingen av om det foreligger misbruk. For eksempel vil erverv av kraftderivater utelukkende for å sikre egne leveranseforpliktelser på et tidspunkt den handlende samtidig innehar innsideinformasjon, etter *utvalgets* syn neppe anses å være misbruk av slik informasjon. Slik handel vil sjelden være egnet til å svekke tilliten til varederivatmarkedet. Videre vil heller ikke kjøp av varederivater på et tidspunkt en har innsideinformasjon som tilsier at kursen på varederivatet skal gå ned, anses å være misbruk av innsideinformasjon. Det vil heller ikke foreligge misbruk der en mekler med innsideinformasjon bare passivt utfører handler etter ordre fra andre, eller der begge parter i en transaksjon har samme innsideinformasjon. Etter *utvalgets*

59. Rådsdirektiv 89/592/EØF.
60. ISD art. 1 nr. 13, jf vphl § 1-3.
61. NOU 1999:3 side 278.

syn vil heller ikke en mekler med innsideinformasjon være forhindret fra å operere som prisstiller på markedsplassen (for eksempel på Nord Pool), forutsatt at det finnes flere uavhengige prisstillere i det aktuelle varederivatet. Dette synes å være i samsvar med det som gjelder i verdipapirmarkedet, jf Ot.prp.nr. 29 (1996-97) side 32. Generelt vil *utvalget* peke på at i varederivatmarkeder som preges av profesjonelle aktører, vil slike aktører normalt ha insentiv og kompetanse til å sjøl skaffe seg relevant kursinformasjon om de ulike derivatene. I slike tilfeller bør etter *utvalgets* syn misbruksreservasjonen kunne gjelde i større grad enn i verdipapirmarkdet.

I tillegg må opplysningene kunne påvirke kursen på de finansielle instrumentene vesentlig. Her må det foretas en konkret, skjønnsmessig vurdering, hvor blant annet spørsmålet om hva slags kurssvingninger som er normale for dette varederivatet kan være av betydning.

Utvalget vil for øvrig peke på at innsidehandelforbudet retter seg mot personer, og ikke mot selskaper som sådan. Dette følger blant annet av kravet til kunnskap om innsideinformasjon. Sjøl om en ansatt i foretaket har innsideinformasjon, forhindrer ikke dette at foretaket vedkommende er ansatt i handler i varederivatmarkedet. Den ansatte med innsideinformasjon kan imidlertid ikke foreta slik handel, verken på foretakets eller egne vegne. Foretak som handler i varederivatmarkedet vil derfor ha en klar interesse i å organisere sin virksomhet slik at de ansatte som treffer investeringsbeslutninger, i minst mulig grad har tilgang til innsideinformasjon. I de tilfeller vedkommende som treffer investeringsbeslutninger likevel har innsideinformasjon, vil slik handel bare være innsidehandel dersom handelen innebærer *misbruk* av innsideinformasjon, jf ovenfor om dette.

Det er grunn til å se nærmere på hva som kan være innsideinformasjon i et varederivatmarked. Innsideinformasjon kan være knyttet til utsteder, de finansielle instrumentene eller andre forhold.

Alternativet om innsideinformasjon knyttet til «utsteder» er særlig aktuelt i verdipapirmarkedet, hvor for eksempel fortrolig og presis informasjon om framtidig inntjening hos utsteder av en aksje vil kunne påvirke aksjekursen vesentlig. I varederivatmarkedet er det ingen enkeltutsteder av den underliggende vare (for eksempel kraft), og det vil således ikke på samme måte foreligge innsideinformasjon om utsteder av den underliggende vare. Informasjon om utsteder av et varederivat vil omfattes av ordlyden i vphl § 2-1, men etter *utvalgets* syn vil dette sjelden være informasjon som vil påvirke kursen på derivatet vesentlig, jf ovenfor punkt 5.1.2.1 om hva som bestemmer prisen på et derivat. Alternativet om innsideinformasjon knyttet til «utsteder» vil derfor etter *utvalgets*syn være lite relevant ved handel i varederivater.

Innsideinformasjon om de finansielle instrumentene kan være presis og fortrolig informasjon knyttet til tilbud og etterspørsel etter det aktuelle instrumentet. For varederivater kan dette for eksempel være fortrolig informasjon om sikringsbehovet til en større investor, som vil kunne påvirke prisen på det aktuelle sikringsinstrumentet vesentlig. Dersom en børs eller autorisert markedsplass planlegger tatt opp til notering et nytt varederivat, vil det muligens kunne endre priser på andre varederivater som allerede er notert, og det vil derfor kunne være aktuelt med innsideregler mot å utnytte slik informasjon.

Innsideinformasjon om «andre forhold» kan etter omstendighetene være skatteforhold og andre forhold som gjelder den underliggende vare. Forhold som påvirker prisen på den underliggende vare vesentlig, vil også kunne påvirke prisen på varederivatet vesentlig, jf ovenfor under punkt 5.1.2.1.

Forbudet mot de transaksjoner som er omtalt i vphl § 2-1 første ledd er også utvidet ved vphl § 2-2, som gjelder taushetsplikt i forbindelse med presise og fortrolige opplysninger, og forbud mot rådgivning. Disse regler bør også gjelde for varederivater notert på børs eller autorisert markedsplass. Taushetsplikten gjelder bare overfor uvedkommende.

Vphl § 2-3 om forbud mot handel i visse perioder vil etter sitt innhold bare få anvendelse for omsettelige verdipapirer, og er derfor ikke relevant for varederivater.

Vphl § 2-4 gir vphl §§ 2-1 og 2-2 også anvendelse på omsetning av finansielle instrumenter på regulert marked i andre EØS-stater, og vil gjelde tilsvarende for varederivater notert på børs eller autorisert markedsplass.

Vphl § 2-5 har generelle regler om god forretningsskikk og forbyr bruk av urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter. Etter *utvalgets* syn bør en slik generell regel også gjelde for aktørene i varederivatmarkeder, jf ovenfor om dette. Normen om god forretningsskikk er spesielt rettet mot henvendelser til allmennheten og enkeltpersoner om tilbud eller oppfordring til å framsette tilbud om kjøp, salg eller tekning av finansielle instrumenter, eller andre henvendelser som har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter. Forbudet mot urimelige forretningsmetoder gjelder generelt.

Det finnes også regler blant annet i markedsføringsloven § 1 om at det i næringsvirksomhet ikke må foretas handling som strider mot god forretningsskikk næringsdrivende imellom eller som er urimelig i forhold til forbrukere. Videre gjelder generelt avtaleloven §§ 30, 33 og 36 om ugyldighet og avtalerevisjon, og misligholdsreglene i kjøpsloven §§ 18 og 19. Konkurranseloven og straffeloven kan også få betydning. *Utvalget*legger til grunn at de nødvendige hensyn på denne måten blir tilstrekkelig ivaretatt i forhold til alle aktørene i varederivatmarkedene.

Vphl § 2-6 har regler om forbud mot markedsmanipulasjon, og bør gjelde tilsvarende for varederivater notert på børs eller autorisert markedsplass. I tillegg til disse reglene er det regler i straffeloven §§ 273 første ledd og 274 første ledd som omfatter markedsmanipulasjon som skyldes spredning av uriktig og villedende informasjon. Videre kan markedsmanipulasjon også rammes av reglene i konkurranseloven kapittel 3, jf særlig § 3-10. Også de ovennevnte reglene i markedsførings-, avtale- og kjøpslov kan få anvendelse.

Handelsregler kan for øvrig utformes som vilkår for deltakelse på markedsplasser som privatrettslig regulering. Det kan også opprettes konsesjonsbetingelser knyttet til markedsplasser om slike privatrettslige forhold. *Utvalget*foreslår ingen regler om dette.

7.3.2 Særmerknad om innsidebestemmelser i varederivatmarkedet

Dette er en særmerknad fra *medlemmet Novsett* til *utvalget*s forslag om å la vphl § 2-1 første ledd, jf fjerde ledd få tilsvarende anvendelse ved handel med børsnoterte varederivater.

Dette medlemmet ser at behovet for regler om handel i børsnoterte instrumenter er tilsvarende til stede i varederivatmarkedet som i det finansielle markedet. *Dette medlemmet* er imidlertid i tvil om vphl § 2-1 første ledd, jf fjerde ledd bør få direkte anvendelse for handel i børsnoterte varederivater, og slutter seg ikke til alle synspunkter og vurderinger vedrørende vphl § 2-1 som kommer til uttrykk i *utvalgets* rapport *"Generelle handelsregler"* i avsnitt 7.3. Dette gjelder særskilt for vurderingene og tolkningsargumentene som er ang-

itt vedrørende misbruksreservasjonen i vphl § 2-1 fjerde ledd. *Dette utvalgsmedlemmet* ønsker å presisere at flere av vurderingene og tolkningsargumentene som fremkommer i diskusjonen om misbruksreservasjonen neppe kan anses utledet av gjeldende bestemmelse i vphl § 2-1 og praktiseringen av denne. Videre ønsker *dette medlemmet* å presisere at misbruksreservasjonen inntatt i vphl § 2-1 fjerde ledd bare innebærer en presisering av det generelle strafferettslige prinsipp om at det bare er rettsstridige handlinger som er straffbare, selv om gjerningen objektivt sett er omfattet av straffebestemmelsen.

Videre vil *dette medlemmet* fremheve at det er et behov for å vurdere mer konkret hvilke typer av opplysninger som kan anses som innsideinformasjon, jf vphl § 2-1. Én viktig forskjell mellom varederivater og finansielle derivater er at underliggende instrumenter i finansielle derivater er utstedt av én utsteder. I varederivatmarkedet er det ikke én utsteder av underliggende vare, men flere produsenter/selgere av samme vare. I varederivatmarkedet kan det derfor være vanskelig å avgjøre hva slags opplysninger som skal anses som innsideinformasjon, jf vphl § 2-1. Vphl § 2-1 angir at innsideinformasjon er presise og fortrolige opplysninger om «de finansielle instrumentene» (derivatet), «utstederen av disse» (utstederen av derivatet) eller «andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene vesentlig» (egnet til å påvirke kursen på derivatet vesentlig). Det er særlig alternativet om «presise og fortrolige opplysninger om *andre forhold*som er egnet til å påvirke kursen på derivatet vesentlig» som er problematisk ved handel i varederivater. Kunnskap om forhold som påvirker prisen på varen i det underliggende varemarkedet kan sette aktører i varederivatmarkedet i en innsideposisjon fordi slike opplysninger kan falle inn under alternativet «presise og fortrolige opplysninger om andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på derivatet vesentlig». At det er problematisk å avklare hvilke typer av opplysninger som kan være innsideinformasjon viser seg for eksempel i kraftderivatmarkedet, hvor opplysninger om vannfall og vannmagasiner er informasjon som har betydning for prisen i det underliggende kraftmarkedet, og som igjen vil kunne påvirke prisen i kraftderivatmarkedet.

Dette medlemmet mener at *utvalget* ikke har hatt mulighet til å utrede spørsmålet om innsideinformasjon grundig nok på den tid som har vært til rådighet. *Dette medlemmet* er derfor i betydelig tvil om bestemmelsen i vphl § 2-1 første ledd, jf fjerde ledd uten videre bør gjøres direkte gjeldende for handel med varederivater. Dette medlemmet ser imidlertid at det er behov for regler som sikrer at markedsaktører ikke opptrer på en måte som undergraver tilliten til det enkelte varederivatmarked. *Dette medlemmet* vil derfor ikke foreslå at vphl § 2-1 første ledd, jf fjerde ledd ikke skal gjøres gjeldende for handel i varederivater. *Dette medlemmet* anbefaler at virkningene for aktørene i det underliggende varemarkedet av å innføre regler om innsidehandel i varederivatmarkedet utredes nærmere før endelig forslag fremmes om endringer i verdipapirhandelloven med sikte på å regulere handel med børsnoterte varederivater.

7.4 Mellommannsvirksomhet

7.4.1 Generelt om regulering av mellommannsvirksomheten

Generelt vil konsesjonsplikt etter reglene i verdipapirhandelloven gjelde for dem som yter investeringstjenester i varederivater, på samme måte som for

dem som yter investeringstjenester i finansielle instrumenter for øvrig, dersom varederivater defineres som finansielle instrumenter. Det sentrale spørsmål i det følgende er om det er grunnlag for å foreslå andre regler for foretak som yter tjenester bare i varederivater.

Med mellommannsvirksomhet menes i tradisjonell forstand vanlig meklervirksomhet slik det framgår av definisjonen av investeringstjenester i vphl § 1-2 første ledd nr. 1. Dette vil i utgangspunktet omfatte enhver ervervsmessig formidling av ordrer på vegne av investorer i forbindelse med handel med finansielle instrumenter. Mellommannsvirksomhet kan også ha en videre betydning, slik det framgår av definisjonen av de øvrige investeringstjenester i vphl § 1-2 første ledd.

Reguleringa av mellommannsvirksomheten på det finansielle markedet har ulike motiver. Reglene er blant annet begrunnet i behovet for å beskytte investorene, opprettholde allmennhetens tillit til markedene, forhindre uetisk oppførsel og bidra til å beskytte det nasjonale betalingssystem.

Utvalget legger til grunn at det for de fleste foretak som i dag yter tjenester i forbindelse med handel i varederivater neppe vil få problemer med å tilpasse seg konsesjonsreglene i verdipapirhandelloven, mens det vil kunne være byrdefullt for andre. Konsesjonskrav må legges til rette slik at de på den ene side ivaretar de hensyn som grunngir kravet, men på den annen side ikke hindrer aktører som kan bidra til et effektivt marked. Også hensynet til et effektivt tilsyn er av betydning.

Det er flere typer av mellommenn som kan tenkes å operere i et varederivatmarked. Eksisterende verdipapirforetak, herunder kredittinstitusjoner med konsesjon til å yte investeringstjenester og som har erfaring og kunnskap om handler med finansielle instrumenter, vil også kunne tilby tjenester i varederivatmarkedene. Denne kategori oppfyller allerede dagens konsesjonskrav, og vil neppe få problemer knyttet til ei regulering av varederivater etter verdipapirhandellovens bestemmelser.

Aktører i kraftmarkedet er en annen gruppe foretak som i dag opererer som mellommenn i kraftderivatmarkedet. Disse aktørene vil kunne bli underlagt konsesjonskravene i verdipapirhandelloven.

En gruppe er også varehandlere som leilighetsvis kan ha behov for å supplere sin virksomhet ved for eksempel å formidle prissikringskontrakter, bistå ved forvaltning av varederivatporteføljer eller å fungere som kommisjonær for noen av sine kunder. Slik virksomhet kan i noen grad drives uten konsesjon, jf nedenfor. Bærer virksomheten derimot preg av at det ytes investeringstjenester på ervervsmessig grunnlag, må det søkes om konsesjon dersom verdipapirhandellovens konsesjonskrav legges til grunn for handel med varederivater.

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 konsesjon-

skrav 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. Investeringstjenestene og konsesjonsspørsmålene redegjøres nærmere for nedenfor.

7.4.2 Nærmere om investorer og mellommannsvirksomhet i kraftmarkedet

7.4.2.1 Innledning

Ei regulering av kraftderivatmarkedet vil kunne få ulike konsekvenser for investorer og foretak som i dag fungerer som mellommenn i kraftmarkedet. Dersom en velger å regulere mellommannsvirksomheten etter mønster fra markedet for finansielle instrumenter, vil mellommannsvirksomhet bli underlagt konsesjonsplikt. Investeringstjenestevirksomhet er underlagt konsesjonsplikt etter vphl § 7-1. Vphl § 1-2 første ledd definerer hva som menes med en investeringstjeneste. For å finne fram til hvilke konsekvenser ei regulering av varederivater som finansielle instrumenter vil kunne få, må en undersøke hvilke funksjoner i kraftmarkedet som vil bli definert som en investeringstjeneste etter vphl § 1-2 første ledd, og hvem som utfører slik virksomhet i dag. Det kan være flere relevante momenter i en slik analyse. For det første er verdipapirmarkedet og kraftderivatmarkedet ulikt organisert, slik at funksjonene ikke uten videre kan betraktes som likeartet. Det gjør at en ikke uten videre kan legge til grunn at de som i kraftmarkedet kaller seg mellommenn, yter investeringstjenester slik disse er definert i verdipapirhandelloven, og at de som kaller seg investorer ikke gjør det. For det andre består det underliggende markedet for finansielle derivater av finansielle instrumenter (bortsett fra valuta) og dermed er derivatmarkedet og det underliggende marked regulert under samme lov (bortsett fra valuta), i motsetning til det underliggende marked for kraft som er regulert av energiloven. For det tredje er ofte både mellommenn og investorer medlemmer på samme markedsplass (for eksempel Nord Pool). På Oslo Børs har bare verdipapirforetak anledning til å være direkte medlemmer, og ikke investorer. Det medfører at tjenesten knyttet til prissstilling (market making), som i dag bare kan utføres av mellommenn i verdipapirmarkedet, i kraftmarkedet, også utføres av investorer som er medlemmer på Nord Pool. I drøftingen nedenfor vil begreper med tilknytning til verdipapirhandelloven bli brukt, fordi det er denne loven som vil få anvendelse for kraftderivatmarkedet.

7.4.2.2 Investor

Verdikjeden for fysisk elektrisk kraft består av kraftprodusenter, netteiere, kraftleverandører (kraftomsettere) og konsumenter. De siste kalles vanligvis sluttbrukere i kraftmarkedet. Tidligere var det mange distribusjonsselskaper som drev både kraftomsetning og overføring av kraft. Etter energiloven er disse to virksomhetene reknskapsmessig skilt som separate virksomhetsområder, eventuelt skilt ut i egne selskaper. Samtidig er det fortsatt for en del

aktørers vedkommende organisatoriske bindinger mellom de to virksomhetsområdene. Etterhvert har også andre aktører som for eksempel oljeselskaper gått inn som kraftleverandører. Slik virksomhet krever omsetningskonsesjon fra NVE. *Utvalget* anser at aktører i den fysiske verdikjeden, som i hovedsak bruker kraftderivatmarkedet til prissikring av aktiviteten i varemarkedet, i utgangspunktet er å betrakte som investorer som normalt ikke må søke konsesjon etter verdipapirhandelloven. Reguleringa i verdipapirhandelloven er imidlertid ikke knyttet til aktørtype, men til den virksomheten en aktør driver. *Utvalget* vil derfor presisere at det bare er den virksomheten som følger direkte av at aktøren er en del av verdikjeden for elektrisk kraft som kan betraktes som investorvirksomhet. Dersom investorer i kraftmarkedet i tillegg til sin virksomhet i den fysiske verdikjeden utfører virksomhet som verdipapirhandelloven definerer som investeringstjenestevirksomhet i finansielle instrumenter, vil slik virksomhet utgjøre en investeringstjeneste og bli konsesjonspliktig.

Det er særlig virksomheten kraftleverandørene driver det kan stilles spørsmål om innebærer en investeringstjeneste etter vphl § 1-2 første ledd. Dette er særlig fordi kraftleverandørene ikke videreforedler varer, men bare omsetter kraften videre. *Utvalget* legger til grunn at engros- og detaljistfunksjonen i kraftleveransen er en viktig funksjon i verdikjeden på linje med produksjon og annen videreforedling. Dette omfatter blant annet transformering og transport av kraft. Oppstykkingen av omsetningen i engrosdelen av kraftmarkedet for videresalg på detaljistnivå muliggjør og forenkler konsumentens (sluttbrukerens) tilgang til kraft. En parallell i andre markeder kan være bensinstasjoner i oljemarkedet, dagligvarebutikker i varehandelen og befraktere i fraktmarkedet. *Utvalget* vurderer det slik at kraftleverandører som bare omsetter kraft, ikke yter investeringstjenester, uavhengig av om de er netteiere eller ikke. Omsetning av fysisk kraft krever konsesjon fra NVE, og slik konsesjon vil være en forutsetning for å bli ansett som investor fordi både kraftprodusenter og kraftleverandører må ha omsetningskonsesjon fra NVE.

7.4.2.3 Mellommannsvirksomhet

Verdipapirhandelloven § 1-2 definerer fem ulike investeringstjenester, hvorav i alle fall tre vil ha konsekvenser for handel med kraftderivater dersom disse defineres som finansielle instrumenter. Slike investeringstjenester kan bare ytes overfor tredjemann av foretak som har konsesjon etter vphl § 7-1 første ledd. Konsesjonen gis for en eller flere av de investeringstjenester som er nevnt i vphl § 1-2 første ledd. Foretak som yter investeringstjenester kalles verdipapirforetak, jf vphl § 1-4 første ledd.

Vphl § 1-2 første ledd svarer tilnærmelsesvis til ISD undervedlegg 1 del B og lyder:

> «Med investeringstjenester menes følgende tjenester når disse ytes på forretningsmessig basis:
> 1. mottak og formidling av ordre på vegne av investor i forbindelse med finansielle instrumenter, samt utførelse av slike ordre,
> 2. omsetning av finansielle instrumenter for egen regning,
> 3. aktiv forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt,
> 4. garantistillelse for fulltegning av emisjoner eller andre offentlige tilbud som nevnt i *"Behovet for regulering"* i kapittel 5, eller plassering av slike emisjoner eller tilbud,

5. markedsføring av finansielle instrumenter.»

Bestemmelsen i nr. 1 omfatter den tradisjonelle fondsmekling, som består av enhver ervervsmessig formidling av ordrer knyttet til finansielle instrumenter, uavhengig av hvilken type ordrer det dreier seg om. Dette er den tradisjonelle rollen hvor mekler opptrer som upartisk mellommann ved å inngå kontrakter med motparter etter ordre fra kunder. Mellommannen har da både en kjøper og selger. Mellommannen inngår imidlertid separate avtaler med henholdsvis kjøper og selger. Ofte er kjøper eller selger et annet verdipapirforetak. Kontrakten er dermed ikke en direkte avtale mellom kjøper og selger. Mellommannen forestår oppgjør, det vil si at mellommannen er motpart i kontraktene med henholdsvis kjøper og selger inntil oppgjør finner sted. Om avtalene i etterkant blir clearet har ingen betydning for om virksomheten blir definert som en investeringstjeneste eller ikke. Mellommannen vil i dette tilfelle ha kredittrisiko på begge partene.

I dag utfører meklere i kraftderivater en virksomhet som likner på dette, og som derfor vil anses å drive konsesjonspliktig virksomhet. Det er *utvalgets* inntrykk at i en stor del av kraftmeklerens formidling godkjenner kjøper og selger hverandre, slik at kraftmeklerne ikke er part i avtalen. Kraftmekleren har dermed ingen markeds- eller kredittrisiko på kontrakten. Dette endrer imidlertid ikke at virksomheten er å anse som en investeringstjeneste. *Utvalget* kjenner bare til at gruppen som kalles kraftmeglere driver denne typen virksomhet. *Utvalget*er ikke kjent med at det *utvalget* har definert som investorer, det vil si kraftprodusenter eller kraftleverandører, sjøl utfører slike tjenester. Men det finnes eksempler på at produsenter eier foretak som driver slik virksomhet.

Egenhandel etter nr. 2 vil bare kreve konsesjon dersom handelen skjer som en tjeneste som ytes overfor tredjemann. Om egenhandel ellers heter det i NOU 1995:1 punkt 4.4.5.2:

> «Handel for egen regning som nevnt i punkt (2) vil i henhold til direktivet forutsette konsesjon dersom handelen skjer som en tjeneste som ytes overfor tredjemann. Etter utvalgets syn vil egenhandel ikke kunne anses som en tjeneste som ytes overfor tredjemann med mindre selve handelsvirksomheten er et hovedelement i foretakets forretningsidé. Kjøp og salg som utgjør et ledd i normal kapitalforvaltning vil etter utvalgets syn ikke falle inn under den konsesjonspliktige egenhandel. Dette innebærer at foretak som kun driver handel for egen regning og risiko faller utenfor konsesjonsplikten. Det er ikke naturlig å si at det inngår i et slikt selskaps forretningsidé å utføre tjenester til andre aktører på markedet. Dette vil etter den oppfatning utvalget legger til grunn gjelde selv om virksomheten drives i et særskilt selskap som kun driver kapitalforvaltning, se under pkt. 4.4.5.5 nedenfor. Ervervsmessig egenhandel som utføres av profesjonelle mellommenn i verdipapirmarkedet må derimot omfattes av konsesjonsplikt, og legges under offentlig tilsyn bl.a. pga. den mulige interessekonflikt som kan oppstå mellom foretakets egeninteresse i den enkelte transaksjon og lojaliteten overfor foretakets kunder, se om egenhandel i *"Privat informasjon om det underliggende markedet"* i pkt. 5.4.5. Slik egenhandel er som nevnt vanlig ved fondsmeglerforetaks omsetning av obligasjoner. I tillegg til egenhandel i form av at foretakene erverver finansielle instrumenter for egen regning for så å videreselge disse i markedene, vil egenhandel i form av market making forutsette tillatelse. Ved market making må foretakene sies å yte en tjeneste overfor tredjemann ved at

> det har forpliktet seg til å stille kjøps- og salgskurser i de aktuelle finansielle instrumentene.»

Ved konsesjonspliktig egenhandel inngår mellommannen bare avtale med én investor, og går sjøl inn som motpart. Dersom investoren er kjøper av en kontrakt er mellommannen selger, og dersom investoren er selger er mellommannen kjøper. Mellommannen kan i ettertid avsette risikoen ved å inngå andre kontrakter. I verdipapirmarkedet vil eksempelvis prisstilling (market making) og utstedelse av ikke-standardiserte otc-kontrakter være virksomhet som faller inn under investeringstjenesten «egenhandel».

Per august 1999 har Nord Pool seks prisstillere, og denne virksomheten vil falle inn under investeringstjenesten definert i vphl § 1-2 første ledd nr. 2. Enkelte av disse kaller seg sjøl tradere, mens andre er investorer, som har en eller flere av funksjonene som kraftprodusent, netteier og kraftleverandør. Etter *utvalgets* oppfatning er virksomheten som forpliktende prisstiller en investeringstjeneste, og slik virksomhet krever derfor konsesjon etter verdipapirhandelloven.

Videre vil utstedelse av standardiserte eller ikke-standardiserte kraftderivater innebære en konsesjonspliktig egenhandel etter vphl § 1-2 første ledd nr. 2, dersom dette gjøres overfor tredjemenn på forretningsmessig basis.

Aktører som blant annet handler kraftderivater for egen rekning kalles krafthandlere (tradere). Om disse vil falle innenfor eller utenfor loven krav om konsesjon avhenger av den virksomheten de driver. Hvis foretakets egenhandel tilsvarer virksomheten til en finansiell investor i finansmarkedet, er slik virksomhet ikke en investeringstjeneste. Hvis derimot investeringen i kraftderivater er ledd i en tjeneste overfor tredjemann vil det være en investeringstjeneste. Et eksempel på at tradere driver investeringstjenestevirksomhet er ved prissstilling, jf ovenfor. Slik virksomhet vil normalt innebære at handelen skjer som ledd i en tjeneste overfor tredjemann. Hvilke krafthandlere, og hvilken del av virksomheten som kan defineres som en investeringstjeneste må vurderes i forhold til virksomheten som drives, ikke i forhold til hva aktøren kaller seg.

Bestemmelsen i vphl § 1-2 første ledd nr. 3 gjelder virksomhet knyttet til å motta til forvaltning finansielle instrumenter for kunders rekning. I verdipapirmarkedet inngår investor og porteføljeforvaltere en individuell avtale, men investoren overlater til porteføljeforvalteren å ta sjølve investeringsbeslutningen. En slik avtale kan innebære at investoren skal gi sin tilslutning før en investeringsbeslutning fattes.

I kraftderivatmarkedet kan en investor bruke en porteføljeforvalter både til sin fysiske kraftportefølje og sin kraftderivatportefølje. Det kan være en eller flere forvaltere. For porteføljeforvaltere som forvalter en fysisk portefølje vil NVE kreve omsetningskonsesjon.

I dag drives porteføljeforvaltning av kraftmeglere og investorer på vegne av andre. I den grad virksomheten er knyttet til kraftderivater som er definert som finansielle instrumenter, vil den være regulert etter verdipapirhandelloven som en investeringstjeneste uavhengig av om porteføljeforvalteren er investor eller mellommann i sin øvrige virksomhet.

Investeringstjenesten definert i vphl § 1-2 første ledd nr. 4 om garantistillelse ved emisjoner med videre er ikke aktuell for varederivater fordi det ikke foretas noen emisjon av underliggende.

I vphl § 1-2 første ledd nr. 5 omtales markedsføring av finansielle instrumenter. Denne tjenesten omfattes ikke av ISD, og anses heller ikke å være

særlig praktisk for varederivater. I den grad det drives markedsføring av varederivater, vil imidlertid dette etter omstendighetene kunne utløse konsesjonsplikt.

7.4.2.4 Unntak fra konsesjonsplikten

I vphl § 7-1 tredje ledd gis det begrensede unntak for konsesjonsplikten. Bestemmelsen svarer i det vesentlige til ISD og lyder:

> «Tillatelse til å yte investeringstjenester kreves ikke der:
> 1. investeringstjenester bare ytes ved enkelte anledninger og er ledd i en yrkesvirksomhet,
> 2. investeringstjenester bare ytes overfor selskap innen samme konsern,
> 3. investeringstjenesten bare består i å formidle ordre om verdipapirer og andeler i verdipapirfond til verdipapirforetak med tillatelse etter første ledd eller forvaltningsselskap for verdipapirfond, forutsatt at det ikke forestås oppgjør,
> 4. personer eller foretak som har som sin hovedvirksomhet å handle med råvarer seg imellom eller med produsenter eller profesjonelle brukere av slike varer, yter investeringstjenester kun til disse motparter og bare i det omfang som er nødvendig for å kunne utøve sin hovedvirksomhet,
> 5. investeringstjenester bare består i å forvalte en ordning for arbeidstakeres eierandeler, eller
> 6. andre enn verdipapirforetak deltar for egen regning som garantister for fulltegning av emisjoner i finansielle instrumenter.»

Bestemmelsen i vphl § 7-1 tredje ledd nr. 1 gir unntak der investeringstjenester ytes ved enkelte anledninger og er ledd i en yrkesvirksomhet. Leilighetsvis og mer tilfeldig medvirkning til å yte investeringstjenester kan således utøves uten konsesjon. Dette gjelder imidlertid ikke dersom det følger av virksomheten at investeringstjenester fra tid til annen må ytes til tredjemann. I så fall kreves konsesjon.

For investorer kan det være et spørsmål om utstedelse av kraftderivater er en investeringstjeneste etter verdipapirhandelloven eller ikke. En kraftprodusent eller en kraftleverandør som inngår en termin eller opsjon på kraft på vegne av tredjemann, og som ved enkelte anledninger gjør dette som ledd i sin yrkesvirksomhet vil i utgangspunktet ikke yte en konsesjonspliktig investeringstjeneste. Ikke all slik tjenesteyting vil være unntatt fra konsesjonsplikt, og den nærmere avgrensning må foretas på konkret grunnlag.

Etter vphl § 7-1 tredje ledd nr. 2 vil investeringstjenester som ytes overfor selskap innen samme konsern også være unntatt fra plikten til konsesjon. Om dette heter det i NOU 1995:1 punkt 4.4.5.5:

> «Dette unntak antas å omfatte den porteføljeforvaltning som utøves av institusjonelle investorer når forvaltningen foregår gjennom et eget selskap i et konsern. Investorers (primære) verdipapirhandel omfattes selvsagt ikke av fondsmeglerforetakenes enerett etter vphl. § 4, og utvalget legger til grunn at dette alt etter gjeldende rett gjelder uavhengig av om handelen organiseres i eget selskap i et konsern. Utvalget kan heller ikke se hensyn som tilsier endring i gjeldende rett på dette punktet. Det er tvertom utvalgets syn at kostnadene ved investeringsvirksomheten i konserner ikke bør økes ved at det stilles krav som for

> investeringsforetak for det forvaltningsselskap som forestår konsernets investeringer.»

Dette innebærer at for eksempel konsern som produserer og omsetter råvarer ikke må søke egen konsesjon for å tilby investeringstjenester i form av derivatkontrakter som tjeneste for enheter innenfor samme konsern, sjøl om varederivater blir definert som finansielle instrumenter. Hvis slike tjenester derimot ytes til kunder eller andre enheter utenfor konsernet, kan dette bare utføres dersom nødvendig konsesjon er innhentet, med mindre unntak følger av nr. 1.

Unntaket i vphl § 7-1 tredje ledd nr. 3 omfatter bare formidling av verdipapirer eller andeler i verdipapirfond, og får således ikke anvendelse når det gjelder derivater. *Utvalget* finner ikke grunn til at bestemmelsen skal omfatte varederivater.[62]

Om vphl § 7-1 tredje ledd nr. 4 heter det i NOU:1995:1 punkt 4.4.5.5:

> «I henhold til art. 2 nr. 2 bokstav i) skal direktivet ikke omfatte personer som har som sin hovedvirksomhet å handle med råvarer seg imellom eller med produsenter eller profesjonelle brukere av slike varer. Dette under forutsetning av at det kun ytes investeringstjenester til vedkommendes motparter og bare i det omfang som er nødvendig for å kunne utøve vedkommendes hovedvirksomhet. Utvalget er ikke kjent med at det drives slik virksomhet i Norge, men mener at det bør legges til rette for at slik virksomhet kan utføres fra Norge uten at det skal være nødvendig med egen konsesjon. Utvalget legger avgjørende vekt på at det her dreier seg om profesjonelle parter som selv må anses å ha betydelig innsikt i transaksjonens art og de foreliggende risiki. Når ISD ikke har ansett det nødvendig å legge denne virksomheten inn under direktivet, bør dette heller ikke skje på nasjonalt nivå. Unntaket er derfor inntatt i lovforslaget.»

Bestemmelsen i vphl § 7-1 tredje ledd nr. 4 innebærer at foretak som handler med varer i spotmarkedet under visse omstendigheter vil være unntatt fra konsesjonsplikt dersom de også yter investeringstjenester knyttet til finansielle instrumenter. Slik bestemmelsen er formulert i dag vil den unnta fra konsesjonsplikt foretak som etter *utvalgets* forslag skal underlegges regulering. *Utvalget* foreslår at bestemmelsen i vphl § 7-1 tredje ledd nr. 4 oppheves. Etter ordlyden innebærer dette en innskrenkning av dagens lovgivning, men i praksis antar *utvalget*at i den grad det vil være behov for et slikt unntak, vil dette kunne framgå av de øvrige bestemmelsene i vphl § 7-1 tredje ledd, særlig nr. 1 om unntak der investeringstjenesten ytes ved enkelte anledninger og er ledd i en yrkesvirksomhet.

Vphl § 7-1 tredje ledd nr. 5 og 6 er ikke aktuelle ved handel med varederivater.

For en nærmere gjennomgang av investeringstjenestene henvises til verdipapirhandellovens forarbeider.

7.4.2.5 Særmerknad om regulering av mellommenn i kraftderivatmarkedet

Dette er en særmerknad fra *medlemmet Novsett* til *utvalgets* forutsetning om at foretak som yter investeringstjenester med kraftderivater skal være underlagt verdipapirhandellovens konsesjons- og virksomhetsbestemmelser.

62. Se Ot. prp. nr. 15 (1995-96) punkt 3.3.4.

Det er *dette medlemmets* oppfatning at kraftmarkedet har en slik betydning for det norske samfunnet at kraftderivatmarkedet bør underlegges en viss offentlig regulering. I likhet med *utvalget* ser *dette medlemmet* at det er et visst behov for offentlig regulering av markedsplasser og clearingfunksjoner i kraftderivatmarkedet, og at det etableres generelle adferdsregler for aktørene i markedet. Når det gjelder regulering av mellommannsfunksjonen i kraftderivatmarkedet innebærer *utvalgets* lovforslag at foretak som yter investeringstjenester med kraftderivater, slik disse tjenestene er definert i vphl § 1-2 første ledd, vil bli underlagt verdipapirhandellovens regler om konsesjonsplikt.

Dette medlemmet mener at det bør gis en konkret begrunnelse, knyttet til kraftderivatmarkedet og det underliggende kraftmarkedet, før mellommennene i dette markedet underlegges verdipapirhandellovens konsesjons- og virksomhetsbestemmelser. Selv om det kan konstateres at det er mange likhetstrekk mellom verdipapirforetak og mellommenn i kraftderivatmarkedet avviker mellommannsfunksjonen i kraftderivatmarkedet på flere områder fra mellommannsfunksjonen slik den er kjent fra verdipapirmarkedet. *Dette medlemmet* har forstått det slik at mellommannsvirksomheten i kraftderivater, som ikke skjer gjennom Nord Pool, i all hovedsak foregår etter et prinsipp om at kjøper og selger godkjenner hverandre direkte. Mellommannen opptrer derfor bare som formidler, uten selv å gå inn som motpart i handelen og påtar seg verken kreditt- eller markedsrisiko. Dersom *dette medlemmets* forståelse av kraftmarkedet er riktig, er behovet for å gjøre soliditets- og likviditetskrav gjeldende for foretak som ikke inngår som motpart i derivatkontrakter med kunder, ikke til stede i samme grad som for verdipapirforetak, hvor forutsetningen er at mellommannen skal stå som motpart i handelen både overfor kjøper og selger, og dermed selv vil måtte gjøre opp dersom en av partene misligholder. Aktører som handler med kraftderivater gjennom Nord Pool må stille sikkerhet overfor Nord Pool. Dette reduserer antagelig behovet for å stille soliditets- og likviditetskrav til mellommennene. Videre er systemrisikoen i det norske verdipapirmarkedet og kraftderivatmarkedet forskjellig. I verdipapirmarkedet er mellommennene som oppgjørsdeltagere direkte knyttet sammen til et system gjennom verdipapiroppgjøret. *Dette medlemmet* er ikke kjent med at mellommennene i kraftderivatmarkedet på en tilsvarende måte er eksponert overfor hverandre. Dessuten har *utvalget* konkludert med at det ikke er et behov for regulering av aktører i det norske varederivatmarkedet for å sikre finansiell stabilitet. Mellommannsfunksjonen synes videre å ha en annen betydning i kraftmarkedet enn for eksempel i finansmarkedet, der det er viktig å beskytte mindre og ikke-profesjonelle aktører. Kraftmarkedet preges av et begrenset antall solide profesjonelle investorer, og mellommennenes rådgivningsfunksjon er følgelig ikke så sentral som den kan være for verdipapirmarkedets investorer og utstedere. Dette viser seg bl. a. ved at det vesentligste av omsetningen over Nord Pool skjer direkte med investorene som motpart og ikke gjennom mellommenn.

Når det gjelder virksomhetsregler er *dette medlemmet* usikker på om det er behov for særskilte regler for mellommennene i kraftderivatmarkedet. Innføring av en generell bestemmelse om god forretningsskikk og forbud mot urimelige forretningsmetoder ved handel med kraftderivater, slik den eksempelvis finnes i vphl § 2-5, vil for eksempel ramme en mellommanns eventuelle kritikkverdige håndtering av informasjon og interessekonflikter.

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 aktørenes 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.

7.4.3 Nærmere om konsesjon med videre

Den nærmere regulering av konsesjonsplikt for foretak som yter investeringstjenester finnes i det vesentlige i vphl *"Utvalgets vurderinger"* i kapittel 7. Vphl *"Lovforslagets administrative og økonomiske konsekvenser"* i kapittel 8 inneholder virksomhetsregler, vphl *"Merknader til de enkelte bestemmelser"* i kapittel 9 har regler om organisering av virksomheten med mer og vphl kapittel 11 regulerer handel med finansielle instrumenter gjennom verdipapirforetak.

Nedenfor omtales regler som har særlig betydning for foretak som yter investeringstjenester i finansielle instrumenter, og *utvalget* vil vurdere om det foreligger særlige grunner som tilsier unntak fra disse reglene for foretak som bare yter investeringstjenester i varederivater. En generell omtale av bestemmelsene framkommer av forarbeidene til verdipapirhandelloven.

7.4.3.1 Vilkår for konsesjon

Etter vphl § 7-1, jf §§ 1-2 og 1-4 er det bare verdipapirforetak som kan yte investeringstjenester. Vphl § 1-2 første ledd definerer fem tjenester som konsesjonspliktige «investeringstjenester», jf *"Nærmere om investorer og mellommannsvirksomhet i kraftmarkedet"* i punkt 7.4.2. Definisjonen av finansielle instrumenter i vphl § 1-2 andre ledd, ligger til grunn for alle investeringstjenestene som ytes. I søknad om tillatelse til å yte investeringstjenester skal det opplyses hvilke av investeringstjenestene foretaket ønsker å yte. Av konsesjonsbrevet vil det framgå hvilke tjenester foretaket har fått tillatelse til å yte. Et av vilkårene for konsesjonen er at foretaket skal opplyse sine kunder om hvilke investeringstjenester det har tillatelse til å yte. Foretaket trenger ikke å opplyse i søknaden hvilke finansielle instrumenter som investeringstjenestevirksomheten vil ytes i. På dette området er konsesjonen generell. Et verdipapirforetak kan yte investeringstjenester med ethvert finansielt instrument som underliggende. Noen land har innført en annet system som innebærer at foretakets konsesjon spesifiseres slik at foretaket bare kan yte investeringstjenester i visse finansielle instrumenter.

Det kan være hensiktsmessig at foretak som bare ønsker å yte investeringstjenester med varederivater som underliggende gis særskilt konsesjon til slik virksomhet. *Utvalget* foreslår at konsesjon som gis til foretak som bare yter investeringstjenester i varederivater på enkelte områder bør være avgrenset til dette. Det må derfor framkomme av lovgivningen at det kan gis særskilt konsesjon til bare å yte investeringstjenester i varederivater. Foretak med slik særskilt konsesjon vil ikke kunne yte investeringstjenester i andre finansielle instrumenter. *Utvalget* legger videre til grunn at konsesjonen som gis også kan være begrenset til hva som er varederivatets underliggende. En slik adgang vil kunne medføre at foretak som gis konsesjon til for eksempel å yte investeringstjenester i kraftderivater, ikke kan yte investeringstjenester i oljederivater uten endring i konsesjonen. Fordi konsesjonen er mer avgrenset,

foreslår *utvalget* også at konsesjonskravene i noen grad kan være lempeligere enn for foretak som yter investeringstjenester i alle finansielle instrumenter. Innholdet av konsesjonskravene vil bli gjennomgått nedenfor.

De krav som stilles til verdipapirforetak etter verdipapirhandelloven går etter *utvalgets* syn noe langt i forhold til de krav som *utvalget* mener bør gjelde for foretak som utelukkende yter investeringstjenester i varederivater.

Norske foretak som i dag har konsesjon til å yte investeringstjenester, vil etter *utvalgets* forslag i utgangspunktet oppfylle vilkårene for å kunne yte investeringstjenester knyttet til varederivater. Dette er også i overensstemmelse med EUs kapitaldekningsdirektiv, hvor foretak som ellers omfattes av ISD underlegges krav til kapitaldekning for markedsrisiko for posisjoner foretaket tar i varederivater, jf ovenfor under *"EU"* i punkt 6.1.2.3. Foretak som får generell konsesjon til å yte investeringstjenester uavhengig av hvilke finansielle instrumenter som er underliggende, vil således kunne yte tjenester med varederivater. *Utvalget* vil likevel peke på at det er viktige forskjeller mellom varederivatmarkedet og finansmarkedet som tilsier at tilsynsmyndighetene informeres om at foretaket skal yte investeringstjenester i varederivater, og foreslår derfor at verdipapirforetak med generell konsesjon til å yte investeringstjenester må gi melding til Kredittilsynet minst to måneder før virksomheten i varederivatmarkedet tar til. Kredittilsynet vil således blant annet kunne vurdere om daglig leder oppfyller kravet til «relevant erfaring» for det aktuelle varederivatmarkedet, jf vphl § 7-2 andre ledd.

Utvalget har sett nærmere på de lovtekniske sidene ved forslaget om særskilt konsesjon. Konsesjonsbestemmelsene i verdipapirhandelloven er som nevnt bygget opp omkring investeringstjenestene og ikke de ulike finansielle instrumenter. De særskilte regler som skal gjelde for varederivater vil derfor måtte innarbeides i loven. Dette kan gjøres ved at endringene innarbeides direkte i de enkelte bestemmelser i loven, eller at det gis en særskilt bestemmelse som nærmere angir i hvilken grad lovens bestemmelser skal gjelde for virksomhet som utelukkende er knyttet til varederivater. Etter en gjennomgang av lovens bestemmelser er *utvalget* kommet fram til at det er mest hensiktsmessig å utarbeide en egen bestemmelse som nærmere angir hvilke tilpasninger som gjelder for foretak som ønsker å yte investeringstjenester i varederivater. *Utvalget* foreslår at en slik bestemmelse plasseres i vphl *"Utvalgets vurderinger"* i kapittel 7 om tillatelse til å yte investeringstjeneste, som ny vphl § 7-12. Det må likevel skje noen tilpasninger i enkelte andre bestemmelser.

Foretak med konsesjon til å yte investeringstjenester kalles verdipapirforetak. Denne beteknelsen er generell og ikke knyttet til hvilke finansielle instrumenter det ytes investeringstjenester i. Verdipapirforetakene kan ha ulik konsesjon når det gjelder retten til å yte de forskjellige investeringstjenester. At et foretak bare kan yte investeringstjenester i varederivater vil på samme måte framgå av konsesjonen. Beteknelsen verdipapirforetak er godt innarbeidet i verdipapirhandelloven og annen lovgivning, og utvalget foreslår ikke noen endring av denne beteknelsen for foretak som bare gis rett til å yte investeringstjenester i varederivater. På samme måte som for verdipapirforetak for øvrig vil det av konsesjonsbrevet framgå hvilke tjenester foretaket har fått tillatelse til å yte, og at foretaket skal opplyse sine kunder om hvilke investeringstjenester det har tillatelse til å yte. Når det gjelder gjennomgangen nedenfor, har *utvalget* valgt å benevne verdipapirforetak med rett til bare å yte investeringstjenester i varederivater som *varederivatforetak*. Dette begrepet

foreslås ikke inntatt i lovteksten, men er brukt som en praktisk beteknelse for å forenkle teksten.

7.4.3.2 Bestemmelser om konsesjon

Etter vphl § 7-1 kan investeringstjenester bare ytes av foretak som har tillatelse til dette fra departementet. Kompetansen til å innvilge konsesjon er delegert til Kredittilsynet. Konsesjonen kan bare gis til foretak som er kredittinstitusjon eller allment aksjeselskap, jf vphl § 7-2 første ledd.*Utvalget* har vurdert forholdet til eksisterende foretak i kraftderivatmarkedet hvor foretakene er ulikt organisert, og har kommet fram til at det ikke er grunn til å stille krav om at varederivatforetakene nødvendigvis må organiseres som allmennaksjeselskaper. En slik selskapsform vil for eksempel kunne by på problemer for foretak som ikke ønsker å legge til rette for spredt eierskap. For å oppnå tilstrekkelig tillit og integritet, og å sikre klare organisasjons- og ansvarsregler, foreslår *utvalget* likevel at varederivatforetak må organiseres som aksjeselskap, alternativt allmennaksjeselskap.

Vphl § 7-2 andre ledd stiller visse krav til skikkethet for ledelse, styremedlemmer og aksjeeiere med betydelig andel i selskapet. Selskapets ledelse må ha erfaring fra markedet for finansielle instrumenter minst to av de siste fem årene før tiltredelse. Ved innføring av regulering av varederivater som finansielle instrumenter, vil det for foretak som søker om konsesjon som varederivatforetak være rimelig å legge til grunn at dette kravet i en overgangsperiode kan være oppfylt med erfaring fra det varederivatmarked som underlegges regulering, sjøl om varederivatene ikke tidligere er definert som finansielle instrumenter. Dette vil være tilstrekkelig for å sikre nødvendig kompetanse i ledelsen, slik formålet med bestemmelsen er. Forholdet må kunne antas å følge av en tolking av bestemmelsen, uten at det er nødvendig å foreta ytterligere presiseringer av dette i loven. *Utvalget*understreker at kravet om relevant erfaring også vil gjelde eksisterende verdipapirforetak som ønsker å yte investeringstjenester i varederivater.

Vphl § 7-2 tredje ledd stiller nærmere krav til organisering og eierforhold i verdipapirforetak, og skal sikre en forsvarlig ledelse og eierstruktur i foretaket. Etter *utvalgets* syn bør bestemmelsen få tilsvarende anvendelse for varederivatforetak.

I søknad om konsesjon etter vphl § 7-3 første ledd skal det oppgis hvilke investeringstjenester selskapet ønsker å yte Dette er gjennomgått ovenfor. Siden *utvalget* foreslår at det skal gis begrenset konsesjon til selskaper som bare ønsker å yte investeringstjenester i varederivater bør dette også angis i søknaden. Det foreslås at bestemmelse om dette inntas i ny vphl § 7-12.

Etter vphl § 7-4 skal blant annet betydelige endringer i foretakets aksjeeierstruktur meldes til Kredittilsynet. *Utvalget* mener at bestemmelsen bør gis tilsvarende anvendelse for varederivatforetak.

7.4.3.3 Grensekryssing

Siden varederivater ikke er finansielle instrumenter etter ISD, vil den grensekryssende etableringsretten som følger av ISD innen EØS-området ikke gjelde for konsesjon knyttet til varederivater. Det nærmere omfanget av ISD konsesjonen er omtalt i *"EU"* i punkt 6.1.2.3. Grensekryssende virksomhet følger av bestemmelser i vphl §§ 7-3 tredje ledd og 7-5 til 7-10.

Vphl § 7-3 tredje ledd om at konsesjon for utenlandske foretak bare skal gis etter samråd med myndighetene i EØS-hjemstat, har sammenheng med direktivforpliktelser etter ISD, og vil etter *utvalgets* mening ikke få anvendelse for varederivatforetak.

Vphl § 7-5 omfatter avdelingskontor og filialetablering innenfor EØS-området, og vil bare gjelde for foretak med ISD-konsesjon. Dette vil ikke omfatte varederivatforetak.

Vphl § 7-6 gjelder norske foretaks virksomhet i annen EØS-stat. Bestemmelsen gjennomfører sentrale direktivforpliktelser etter ISD. Første til tredje ledd innebærer at verdipapirforetak må gi melding med et nærmere angitt innhold til Kredittilsynet dersom foretaket ønsker å drive virksomhet i annen EØS-stat. Etter *utvalgets* syn bør bestemmelsen gjelde tilsvarende overfor varederivatforetak. Tilsynsmyndighetene vil kunne ha en berettiget interesse av å bli informert om virksomheten til norske varederivatforetak i utlandet, jf ovenfor *"Norske aktører på utenlandske markeder"* i punkt 5.5.1. Dette gjelder særlig fordi det ikke gjelder harmoniserte krav til slik virksomhet innen EØS-området. Bestemmelsens fjerde til åttende ledd gjennomfører ISD-regler om Kredittilsynets plikt til å oversende melding som nevnt til vertslandet. Slik melding skal etter ISD erstatte nasjonale konsesjonskrav i vertsstaten. Siden det ikke gjelder harmoniserte konsesjonskrav til varederivatforetak, kan ikke melding fra varederivatforetak gis slik virkning. *Utvalget* mener derfor bestemmelsen ikke bør gjelde varederivatforetak. Varederivatforetaket må på egen hånd søke om de eventuelle nødvendige tillatelser i vertsstaten, og søknadsprosessen kan ikke reguleres nærmere i norsk lovgivning.

Vphl § 7-7 regulerer virksomheten verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat driver i Norge, og gjennomfører ISD-regler. Foretaket vil kunne drive virksomhet i Norge to måneder etter at Kredittilsynet har mottatt melding fra tilsynsmyndighetene i hjemstaten om dette. Slike foretak må være gitt tillatelse til å yte investeringstjenester og være underlagt tilsyn i hjemstaten. *Utvalget* viser til at det ikke foreligger noen EØS-forpliktelser som tilsier at bestemmelsen skal gis tilsvarende anvendelse på utenlandske verdipapirforetak som ønsker å tilby investeringstjenester knyttet til varederivater i Norge. På den ene siden kan det hevdes at slike foretak vil være underlagt betryggende og tilstrekkelig regulering i hjemstaten, siden de forutsetningsvis oppfyller de ulike minimumskravene som følger av ISD ved handel i andre finansielle instrumenter enn varederivater. Dette kan tale for at det er tilstrekkelig med en melding til Kredittilsynet, og at det ikke kreves særskilt norsk konsesjon. På den annen side vil det ikke nødvendigvis være åpnet for tilsvarende adgang for norske foretak til å drive slik virksomhet inn i vedkommende hjemstat. Etter *utvalgets* syn bør det i størst mulig grad gjelde et prinsipp om gjensidighet i slike forhold. Videre forutsetter en slik løsning at det eksisterer rutiner i hjemstaten om oversendelse av melding i tilfelle foretaket ønsker å drive virksomhet i tilknytning til varederivater i Norge. Siden forholdet ikke er regulert i ISD, vil ikke dette nødvendigvis være tilfellet. Dette tilsier at ISD-foretak, på lik linje med andre utenlandske foretak som ønsker å drive virksomhet i Norge, må søke om konsesjon i Norge for å drive investeringstjenester knyttet til varederivater. *Utvalget* antar imidlertid at konsesjonsbehandlingen i slike tilfeller vil kunne være forholdsvis kurant, siden ISD-foretak som nevnt allerede oppfyller direktivets minimumskrav. Det kan også være mulig å inngå avtaler med tilsynsmyndighetene i andre EØS-stater om hvorledes konsesjonsbehandling skal skje, noe som ytterligere kan forenkle prosessen.

Det framgår av det ovennevnte at *utvalget* i hovedsak ønsker å regulere investeringstjenester knyttet til varederivater i Norge, men at det ikke foreslås regulering tilsvarende virksomhet utenfor Norge. Det blir etter dette av sentral betydning å fastslå hvor en investeringstjeneste ytes. *Utvalget* har ikke drøftet denne problemstillingen særskilt, og det pekes på at den samme problemstilling oppstår ved investeringstjenester knyttet til andre finansielle instrumenter. Innen EU/EØS er det heller ikke oppnådd enighet om hvordan avgrensingen skal skje i praksis. *Utvalget* legger til grunn at det blant annet vil være relevant å legge vekt på hvilket land kunden til verdipapirforetaket befinner seg i.

For foretak som kommer fra stater utenfor EØS-området, foreslår *utvalget* at Kongen i henhold til vphl § 7-8 kan gi disse tillatelse til å yte investeringstjenester også i varederivater.

Vphl § 7-9 omhandler hvilke av verdipapirhandellovens bestemmelser som får anvendelse for utenlandske foretak, og er motivert av EØS-forpliktelsene. Reglene vil ikke gjelde for utenlandske varederivatforetak, og bestemmelsen unntas for disse. Dette medfører at alle verdipapirhandellovens bestemmelser som ikke spesifikt er unntatt for varederivatforetak, også vil gjelde for slike foretak.

Vphl § 7-10 om lovens anvendelse for norske verdipapirforetaks filial i utlandet, vil etter *utvalgets* mening også gjelde for varederivatforetak, men vil neppe være praktisk for slike foretak.

7.4.3.4 Virksomhetsregler

Vphl *"Lovforslagets administrative og økonomiske konsekvenser"* i kapittel 8 omfatter virksomhetsregler. Vphl § 8-1 gjelder tilknyttede tjenester. I forbindelse med søknad om konsesjon etter vphl § 7-1 første ledd skal det gis melding om hvilke tilknyttede tjenester foretaket skal yte, jf vphl § 7-3 første ledd. Det skal også gis melding til Kredittilsynet før det tilbys tilknyttede tjenester ut over hva som følger av konsesjonen etter vphl § 7-1 første ledd. *Utvalget* legger til grunn at tilsvarende regler skal gjelde for varederivatforetak.

Når det gjelder vphl § 8-2 om kredittgivning, ser ikke *utvalget* grunner som tilsier andre regler for varederivatforetaks adgang til å yte kreditt. Bestemmelsen foreslås å gjelde tilsvarende overfor varederivatforetak.

Til vphl § 8-3 om adgangen til å drive annen næringsvirksomhet, bemerker *utvalget* at det for varederivatforetak kan være en naturlig del av investeringstjenestevirksomheten å drive alminnelig produksjons- og handelsvirksomhet i de underliggende varer. Eventuelle interessekonflikter knyttet til dette reguleres av vphl § 9-1.

Vphl § 8-4 omfatter blant annet begrensninger i adgangen for ansatte i verdipapirforetak til å være medlem av styrende organer i selskaper som utsteder verdipapirer omsatt i et organisert marked. Dette kan føre til uheldig sammenblanding av roller. Tilsvarende hensyn vil slik *utvalget* ser det ikke gjøre seg gjeldende for varederivater hvor det ikke foreligger noen utstedelse av derivatets underliggende. *Utvalget* foreslår derfor at bestemmelsen ikke får anvendelse for varederivater.

Vphl § 8-5 gjelder verdipapirforetakets handel i finansielle instrumenter for egen rekning. Bestemmelsen skal beskytte kunder i tilfeller der det kan være konflikt mellom kundens og foretakets interesser. De samme hensyn vil kunne gjøre seg gjeldene for handel i varederivater, og *utvalget* foreslår at bestemmelsen også skal gjelde for varederivatforetak. Andre ledd gjelder fin-

ansielle instrumenter notert på regulert marked, jf vphl § 1-3. For å fange opp varederivatmarkedet, må dette for varederivatenes vedkommende utvides til å gjelde organiserte markeder. Videre er det etter *utvalgets* syn neppe nødvendig å begrense et varederivatforetaks handel i andre finansielle instrumenter enn varederivater. I slik handel vil det neppe foreligge fare for interessekonflikter.

Vphl § 2a-2 (fra 1.9.1999, tidligere § 8-6) regulerer ansattes adgang til å handle finansielle instrumenter for egen rekning. Det følger av vphl § 2a-2 første ledd at ansatte i verdipapirforetak, finansinstitusjoner med videre ikke kan handle finansielle instrumenter som nevnt i vphl § 1-2 andre ledd nr. 4 til 7 for egen rekning. Bestemmelsen innebærer et totalforbud for slike ansatte mot å handle i derivater. Begrunnelsen for forbudet er at derivathandel vil kunne innebære en vesentlig større eksponering i markedet for den ansatte enn ved tilsvarende eksponering i de underliggende instrumenter. Det er derfor antatt at det oppstår en særlig fare for interessekonflikter mellom den ansatte og foretakets kunder ved derivathandel, jf Ot. prp. nr. 84 (1997-98) side 21. De øvrige bestemmelsene i vphl *"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver"* i kapittel 2a regulerer handel i underliggende instrumenter (aksjer og obligasjoner), og er således ikke aktuelle ved handel i varederivater. Etter *utvalgets* syn vil den samme fare for interessekonflikter kunne foreligge ved den handel ansatte i varederivatforetak foretar i varederivater for egen rekning. Slike interessekonflikter kan skade tilliten til markedet, og *utvalget* mener derfor at ansatte i varederivatforetak ikke bør ha anledning til å handle i varederivater for egen rekning. *Utvalget* mener imidlertid at ansatte i varederivatforetak ikke bør underlegges de alminnelige reglene om egenhandel i vphl *"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver"* i kapittel 2a, i de tilfeller de handler i andre finansielle instrumenter enn varederivater. Etter *utvalgets* syn vil det neppe foreligge fare for interessekonflikter ved slik handel, hvor vedkommendes arbeidsgiver utelukkende handler i varederivatmarkedet.

Bestemmelsene i vphl §§ 8-7 og 8-8 om short- salg og lån av finansielle instrumenter gjelder i utgangspunktet for alle typer finansielle instrumenter. Etter *utvalgets* oppfatning har bestemmelsene bare praktisk betydning for derivathandel med andre finansielle instrumenter som underliggende. Dette er ikke tilfelle for varederivater. Det kan tenkes varederivater med andre varederivater som underliggende, men bestemmelsene synes ikke å ta sikte på slike situasjoner. For å gjøre forholdet klart foreslår *utvalget* at bestemmelsene unntas når det gjelder varederivater.

Når det gjelder reglene om startkapital etter vphl § 8-9, er hovedreglen at foretaket skal ha en startkapital som minst svarer til 730.000 euro. For foretak som bare skal yte enkelte investeringstjenester kan Kredittilsynet gi tillatelse til en lavere startkapital på minimum 125.000 euro. Dette tilsvarer omtrent størrelsen på minste aksjekapital for allmennaksjeselskaper på en million kroner. *Utvalget* foreslår at slik adgang til nedsatt startkapital også gis for varederivatforetak, slik at kravet om startkapital også for disse foretak skal kunne settes i samsvar med foretakets risiko. Bestemmelsen gjelder i dag de enkelte investeringstjenester, og ikke hvilket finansielt instrument virksomheten er knyttet til. Det må i ny vphl § 7-12 presiseres at tilsvarende adgang også kan gjelde når konsesjonen er avgrenset til å gjelde varederivater.

Vphl § 8-10 har regler om kapitaldekningskrav. Det følger av bestemmelsens første ledd at verdipapirforetak til enhver tid skal ha en ansvarlig kapital «ut fra risikoen ved og omfanget av den virksomhet foretaket driver, herunder

den markedsrisiko og kredittrisiko foretaket påtar seg.» Etter *utvalgets* syn bør også et varederivatforetak ha en generell plikt til å påse at det har en forsvarlig kapitaldekning, i forhold til den markedsrisiko det utsettes for ved slik handel, slik at lovens hovedregel om forsvarlig kapitaldekning bør gjelde tilsvarende for varederivatforetak. Et spørsmål er om de mer presise krav til kapitaldekning som framgår av kapitaldekningsforskriften (CAD I- forskriften) bør gjelde.[63] På den ene siden kan likhetstrekk med virksomheten i alminnelige verdipapirforetak tilsi at de samme reglene bør gjelde virksomhet knyttet til handel i varederivater. På den annen side har *utvalget* i *"Behovet for regulering"* i kapittel 5 påvist at det kan være ulikheter med hensyn til reguleringsbehov for de to formene for virksomhet. Det vises særlig til at varederivatforetakene har mindre betydning for finansiell stabilitet, og det forhold at det foreligger et betydelig antall profesjonelle investorer. Videre foreligger ingen EØS-forpliktelser som tilsier at varederivatforetak underlegges de spesifikke krav til kapitaldekning. *Utvalget* peker også på at gjeldende regler ikke omfatter virksomhet i varederivater, og at gjeldende kapitaldekningsregler for verdipapirforetak ikke ville fått praktisk betydning for varederivatforetak. Det følger av kapitaldekningsforskriften § 3-1 tredje ledd at verdipapirforetak som handler i råvareinstrumenter, skal dekke risikoen ved slik virksomhet med «tilstrekkelig ansvarlig kapital». Utvalget legger til grunn at bestemmelsen neppe sier mer enn det som følger av hovedreglen i vphl § 8-10 første ledd. Endringen i EUs kapitaldekningsdirektiv (CAD II) omfatter også posisjoner i varederivater, jf *"EU"* i punkt 6.1.2.3. Den nærmere utformingen av disse regler i norsk rett er ikke behandlet ferdig. Etter en helhetsvurdering har *utvalget* kommet til at de spesifikke krav til kapitaldekning som framgår av dagens kapitaldekningsforskrift ikke automatisk bør gjelde. Det understrekes imidlertid at departementet ved behov vil kunne fastsette slike krav til løpende kapitaldekning for varederivatforetak, dersom utviklingen og gjennomføringen av CAD II i norsk rett skulle tilsi dette. Spørsmål som her kan ha betydning for vurderingen er på den ene siden tilliten til varederivatforetakene, og på den annen side de kostnader en slik regulering vil medføre for foretakene. Etter *utvalgets* oppfatning bør vphl § 8-10 generelt få anvendelse for varederivatforetak, slik at foretaket til enhver tid skal ha ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra risikoen og omfanget av den virksomhet foretaket driver. Mer spesifikke krav til kapitaldekning kan fastsettes av departementet i medhold av bestemmelsens andre ledd. CAD I og II skal gi sikkerhet for store endringer i markedsverdien på foretaks egen handelsportefølje. For å skape sikkerhet for oppgjør i eventuelle varederivatforetak som driver prisstilling basert på en omfattende handelsportefølje blant annet av ikke- clearede otc-kontrakter, anser *utvalget* at Kredittilsynet kan pålegge at forskriften skal gjelde for enkeltforetak, jf også tilsynsloven § 4. Det er ikke nødvendig med noen endring av dagens bestemmelse.

Når det gjelder vphl § 8-11 om høyeste engasjement med en enkelt kunde, kan ikke *utvalget* se forhold som tilsier andre regler for varederivatforetak. Det samme gjelder konsolideringsreglene i vphl § 8-12, men bestemmelsen har neppe stor betydning i for eksempel dagens kraftmarked.

63. Forskrift 17. juli 1996 nr. 780 om minstekrav til kapitaldekning for markedsrisiko med videre for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak. Forskriften gjennomfører CAD-direktivet som omtalt i NOU 1996:1 i norsk rett. Det omtales her som CAD I forskriften fordi det nå foreligger et tilleggsdirektiv kalt CAD II, jf *"EU"* i punkt 6.1.2.3.

Vphl § 8-13 med tilhørende forskrift gjennomfører EØS-regler som svarer til EUs investor-kompensasjonsdirektiv.[64] Dette regelverket har som hovedformål å sikre mindre investorer mot tap ved konkurs eller andre betalingsproblemer i verdipapirforetak. EØS-reglene har ikke tilsvarende regler for handel i varederivater. Etter *utvalgets* syn bør ikke regelverket uten videre få anvendelse på varederivatforetak. Det vises til at behovet for investorbeskyttelse er mindre i de markeder for varederivater man i dag kjenner, særlig fordi andelen av profesjonelle investorer er høyt. På den annen side kan det ikke utelukkes at et slikt behov kan oppstå i framtida. Utvalget vil derfor foreslå at bare forskriftshjemmelen i vphl § 8-13 tredje ledd får anvendelse for varederivatforetak, og at dette presiseres i ny vphl § 7-12.

7.4.3.5 Virksomhetsorganisering

Vphl *"Merknader til de enkelte bestemmelser"* i kapittel 9 gjelder krav til organisering av et verdipapirforetaks virksomhet med videre, og det foreslås ikke noen endringer i bestemmelsene i dette kapitlet. Det er gitt en omfattende omtale av disse bestemmelsene i NOU 1995:1 Investeringsforetak. Av relevante bestemmelse i kapitlet kan nevnes vphl § 9-1 som i hovedsak bygger på ISD art. 10. Reglene skal blant annet begrense risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder, eller foretakets kunder seg i mellom. Videre kan nevnes vphl §§ 9-2 og 9-3 om krav til god forretningsskikk ved verdipapirforetaks utøvelse av sin virksomhet og i forbindelse med sin egenhandel. Alle disse reglene er av vesentlig betydning for en ryddig handel med derivater. Når det gjelder vphl § 9-3 første ledd bemerker *utvalget* at bestemmelsen – hvis ordren kan utføres i det samme den innkommer – neppe representere store hindringer.

Vphl § 9-4 omtales under *"Markedsplass og nye markeder for varederivater"* i avsnitt 7.5 og *"Oppgjør"* i punkt 7.6.2. Etter vphl § 9-5 første ledd skal verdipapirforetak ved formidling av derivathandel påse at foretaket har betryggende sikkerhet for oppfyllelsen av sine forpliktelser. Bestemmelsen gjelder i dag også for varederivater, jf siste ledd. Dette leddet kan oppheves dersom varederivater defineres som finansielle instrumenter, fordi forholdet vil følge av hovedregelen i første ledd. *Utvalget* vil peke på at denne bestemmelsen er viktig i praksis ettersom det normale ved utenlandske markedsplasser er at clearing og margininnbetaling skjer på mellommannsnivå. Dersom ulike norske investorer hver for seg har betydelige åpne balanser, mens netto innmelding fra mellommannen (i egenskap av clearingrepresentant) er mindre, kan denne bestemmelsen være av stor betydning for sikkerheten i oppgjøret gjennom clearingrepresentanten.

Vphl § 9-6 omtales under *"Registrering"* i punkt 7.6.3. *Utvalget* mener også at vphl §§ 9-7 og 9-8 om oppgaveplikt og taushetsplikt skal gjelde for varederivatforetak.

7.4.3.6 Øvrige bestemmelser

Vphl *"Utkast til lovendringer"* i kapittel 10 er nærmere omtalt under *"Oppgjør"* i punkt 7.6.2.

Reglene i vphl kapittel 11 gjelder forholdet mellom verdipapirforetakene og deres kunder. I tillegg til disse reglene finnes det relevante regler i

64. Dir 97/9/EC av 3. mars 1997 om investorkompensasjon.

kjøpsloven, avtaleloven, markedsføringsloven, konkurranseloven, straffeloven og alminnelige erstatningsrettslige prinsipper. Dette er bestemmelser som blant annet tar sikte på å legge til rette for en sikker og ordnet handel i finansielle instrumenter. *Utvalget* foreslår ikke endringer eller unntak i dette kapitlet, slik at bestemmelsene får anvendelse for varederivatforetak. Det kan nevnes at etter vphl § 11-1 skal investeringstjenester som nevnt i vphl § 1-2 første ledd nr. 1 utføres i verdipapirforetakets navn. Dette er de tradisjonelle meklertjenestene. Verdipapirforetaket er ansvarlig både overfor oppdragsgiveren og den det slutter handel med, for oppfyllelsen av ordrer det har utført, med mindre oppdragsgiveren på forhånd har godkjent motparten. Vphl § 11-2 gir regler for innholdet i verdipapirforetaks forretningsvilkår, og dekker de viktigste avtalevilkår som må fastlegges ved inngåelse av oppdrag. Et verdipapirforetak har også tilbakeholdsrett i de finansielle instrumentene det har kjøpt for oppdragsgiver, jf vphl § 11-5.

Utvalget har ikke konkret undersøkt de ulike kontrakter som i dag brukes ved inngåelse av kraftderivater verken over markedsplass eller i otc-markedet. Når det gjelder forholdet mellom mellommann og oppdragsgiver, synes det som om det er ulik praksis i finansmarkedet og i kraftderivatmarkedet. I finansmarkedet er kjøper og selger vanligvis ukjente for hverandre, og partene vil ofte bruke hver sin mekler. Dette er den typiske mellommanssituasjonen hvor meklerne er ansvarlig for gjennomføringen av handelen både overfor sine respektive oppdragsgivere og overfor den annen mekler. I kraftmarkedet vil kjøper og selger kjenne til, og godkjenne hverandre, før handelen sluttes, og normalt er bare én mekler involvert.

Hovedregelen i vphl § 11-1 første setning innebærer at mekleren er ansvarlig overfor så vel oppdragsgiver som motparten. Det kan være noe uklart hva som er gjeldende rett, men *utvalget* har lagt til grunn at hvis partene på forhånd har godkjent hverandre, bortfaller meklerens ansvar, jf vphl § 11-1 tredje setning, og ansvaret for gjennomføringen av handelen vil da påhvile partene. Mekleren vil da heller ikke være underlagt kravet om sikkerhet etter vphl § 9-5 første ledd, i og med at mekleren ikke har noe ansvar for oppfyllelsen. Vphl § 11-1 er nærmere omtalt i NOU 1995:1 *"Utforming av kontrakter"* i punkt 6.3.2.

Utvalget kan ikke se bort i fra at bestemmelsene i vphl kapittel 11 om at investeringstjenester skal utføres i foretakets navn vil få betydning i praksis, men *utvalget* antar det vil legge til rette for en skjerping av klarhet om hvilke ansvars- og kontraktsforhold som gjelder, og øke sikkerheten i markedet og tilliten til foretakene. Dette har også sammenheng med de kapitalkrav som stilles.

7.5 Markedsplass og nye markeder for varederivater

7.5.1 Markedsplass

Behovet for regler om markedsplasser for varederivater er gjennomgått i *"Markedsplasser"* i punkt 5.4.2, hvor særlig forholdet til sikker og ordnet handel er framhevet. *Utvalget* har vurdert om forslaget i Børslovutvalgets utredning NOU 1999:3 om ny børslov vil ivareta hensynene til regulering av markedsplasser for varederivater. Reglene om markedsplasser er der knyttet til begrepet finansielle instrumenter, jf utkastet § 1-1.[65] Det legges opp til en mulighet for ulike typer markedsplasser, i form av børser, autoriserte marked-

splasser og markedsplasser som drives gjennom verdipapirforetak. Dette er også en type regulering som er vanlig internasjonalt.

Børslovutvalget skriver i avsnitt 16.1:

> «Etter gjeldende lov er det fri adgang til å etablere børser i Norge innenfor de rammer børsloven fastsetter. For utvalget er fri etableringsrett et grunnleggende virkemiddel for at det norske verdipapirmarkedet skal være sikret en eller flere effektive og konkurransedyktige børser. Dersom den etablerte børs ikke er tilstrekkelig effektiv, må det være mulig for norske eller utenlandske aktører å etablere alternativer – en mulighet som også kan gjøre den etablerte børs mer konkurranseorientert. Utvalget går derfor inn for at det ikke skal være noe rettslig monopol, men adgang til å etablere børs innenfor de rammer lovgivningen fastsetter.»

Videre uttales det i avsnitt 16.2:

> «Den konsesjonsbelagte børsvirksomhet omfatter både i dag og etter utvalgets forslag bare «finansielle instrumenter» slik dette er definert i investeringstjenestedirektivet og implementert i verdipapirhandelloven § 1-2. Utvalget ser at likheten mellom ulike markeder kan tilsi at varederivater med kontantavregning knyttet til f eks elektrisk kraft eller olje, burde omfattes av lovgivningen. Det eksisterer i dag markeder for disse som har sterke likhetstrekk med verdipapirbørser, og hvor de hensyn som tilsier regulering av børser, også kan tilsi regulering av disse. Utvalget er kjent med at Finansdepartementet i september 1998 har igangsatt utredninger av hvilke regler som skal gjelde for kraftderivatmarkedet, jf kapittel 11.6. Uten tilstrekkelig utredning av problemstillingene, og under henvisning til Finansdepartementets arbeid, har utvalget ikke funnet tilstrekkelig grunn til å utvide virkeområdet for hvilke instrumenter som omfattes av børsdefinisjonen. Et annet spørsmål – som vurderes nedenfor i kapittel 20.2 – er om børser også kan drive annen virksomhet enn børsvirksomhet, f eks kraftbørs eller kraftderivatbørs.»

Utvalget viser videre til hva som er referert ovenfor under *"Markedsplass"* i punkt 6.2.4 om hva Børslovutvalget har uttalt når det gjelder at også markedsplasser for varederivater bør kunne etableres etter den foreslåtte børslovgivningen. Børslovutvalget peker i kapittel 20 også på den nære sammenhengen mellom finansielle instrumenter som omfattes av definisjonen i vphl § 1-2 andre ledd og varederivater.

Under *"Markedsplasser"* i punkt 5.4.2 drøftet*utvalget* hvilke hensyn som tilsier regulering av markedsplasser for varederivater. Det ble blant annet antatt å være behov for regler som legger til rette for gjennomsiktighet i handelen på markedsplassen, regler som sikrer likebehandling av kunder, regler om eierskap og virksomhetsbegrensninger. Etter *utvalgets* syn vil bestemmelsene om børsvirksomhet i utkastet til ny børslov ivareta slike hensyn. Det vises i den sammenheng til utkast til ny børslov § 1-1 om lovens formål, hvor det heter:

> «Lovens formål er å legge til rette for effektive, velordnede og tillitsvekkende markeder for finansielle instrumenter.»

---

65. § 1-1. Lovens formål er å legge til rette for effektive, velordnede og tillitsvekkende markeder for finansielle instrumenter.

Utvalget vil derfor ikke foreslå egne bestemmelser om markedsplasser for varederivater, men det blir av særlig betydning å vurdere om utkastet til ny børslov vil få anvendelse på den markedsplassen i Norge som i dag finnes for varederivater (Nord Pool).

Etter *utvalgets* vurdering kan utkastet til ny børslov få anvendelse på den virksomhet som Nord Pool i dag driver, dersom definisjonen av «finansielle instrumenter» utvides til også å omfatte varederivater i samsvar med utvalgets forslag. *Utvalget* legger til grunn at dette vil følge av utkastet til ny børslov § 1-3 første ledd første punktum, som lyder:

> «Med børsvirksomhet menes organisering eller drift av et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering og opptak av finansielle instrumenter til offisiell notering. »

Etter *utvalgets* vurdering av utkastet til ny børslov kan Nord Pool søke om konsesjon som børs eller autorisert markedsplass. *Utvalget* kan ikke se at en slik løsning vil komme i strid med EØS-forpliktelser som svarer til rådsdirektiv 79/ 279/EØF (opptaksdirektivet). Direktivet innebærer særlige krav til notering av verdipapirer, men disse kravene gjelder ikke andre finansielle instrumenter (som for eksempel varederivater). *Utvalget* kan heller ikke se at det er behov for vesentlige tilpasninger i utkastet til børslov § 5-6, jf nærmere nedenfor, for det tilfellet at Nord Pool skulle søke om konsesjon som børs. Dette innebærer at Nord Pool på lik linje med andre børser i utgangspunktet må oppfylle de alminnelige reglene i utkast til ny børslov, herunder blant annet regler om konsesjon, foretaksform og organer, eier- og kapitalforhold og virksomhetsregler. I den grad det skulle vise seg å være behov for særskilte tilpasninger, synes det som om utkast til ny børslov inneholder dispensasjonsregler som i tilstrekkelig grad vil kunne ivareta eventuelle særskilte tilpasningsbehov. Etter *utvalgets* syn bør det imidlertid foretas en tilpasning i utkastet til ny børslov § 5-6, med hensyn til hvordan varederivater skal kunne opptas til offisiell notering, jf nedenfor.

Autoriserte markedsplasser er regulert i utkastet til ny børslov kapittel IV. Det sentrale for en autorisert markedsplass vil være å organisere eller drive et marked for handel og regelmessig kursnotering av finansielle instrumenter som ikke er opptatt til notering på børs. Børslovutvalgets forslag er begrunnet i behovet for å kunne oppta finansielle instrumenter til notering som ikke oppfyller kravene i EUs opptaksdirektiv.[66] Forutsetningen er at noteringen skjer i finansielle instrumenter slik disse er definert etter vphl § 1-2 andre ledd. Det kan være noe uklart om det i utkastet § 6-1 stilles krav om at det skal foreligge en utsteder for de finansielle instrumenter som kan noteres på autorisert markedsplass, men tolkingen kan være noe usikker. Slik *utvalget* leser forslaget til bestemmelser for autoriserte markedsplasser, herunder utkastet § 6-1, vil markedsplasser for varederivater kunne etableres som autoriserte markedsplasser etter utkastet til ny børslov. Utvalget vil ikke foreslå noen endringer i utkastet § 6-1, men nøyer seg med å påpeke uklarheten i bestemmelsen.

Det tredje nivå av markedsplasser som Børslovutvalget beskriver er markedsplasser som drives av verdipapirforetak. Forutsetningen for en slik virksomhet er at vedkommende foretak har nødvendig konsesjon etter verdipapirhandelloven. For handel i varederivater kan slik konsesjon gis dersom

66. Rådsdirektiv 79/2179/EØF om opptaksvilkår for kursnotering.

varederivater defineres som finansielle instrumenter etter vphl § 1-2 andre ledd. På den måten kan en markedsplass også drives av et varederivatforetak.

Markedsplasser for varederivater kan i tillegg også etableres som tilknyttet tjeneste til markedsplasser som er etablert for andre finansielle instrumenter, men dette er ikke like relevant hvis varederivater defineres som finansielle instrumenter. Børslovutvalget sier i kapittel 20 om børsers adgang til å drive tilknyttede tjenester etter utkastets § 5-2:

> «Et tredje spørsmål er hvorvidt en børs skal kunne drive markedsplass for andre produkter enn finansielle instrumenter. Mest nærliggende er valuta eller råvarer, og særlig råvarederivater. Råvarederivater i dag er ikke definert som finansielle instrumenter i den norske verdipapirhandelloven. I enkelte andre land, blant annet Sverige, er råvarederivater med kontantoppgjør definert som et finansielt instrument, og således underlagt verdipapirhandelloven. Etter det utvalget kjenner til, er spørsmålet hvorvidt råvarederivater med kontant oppgjør skal regnes som finansielle instrumenter et aktuelt spørsmål internasjonalt.
>
> (…)
>
> Etter utvalgets syn vil i utgangspunktet driften av en markedsplass for varederivater med kontantoppgjør ligge så nært opp til virksomheten som børs for finansielle instrumenter, at den bør kunne drives av børs. En børs kan med dette tenkes å få rasjonell og kostnadseffektiv utnyttelse av tekniske systemer og annen kompetanse. Forsåvidt gjelder varer med oppgjør i fysisk vare og ikke i kontanter, vil vurderingen i utgangspunktet være det samme dersom det foreligger betryggende systemer for oppgjør m v som børsen kan knytte seg til. Om en slik tilknyttet virksomhet skal kreves organisert i eget foretak, bør vurderes konkret.»

For autoriserte markedsplasser er det gitt en tilsvarende bestemmelse i utkastet § 6-2, uten at det framkommer klart av forarbeidene om innholdet av disse bestemmelsene er like. Det er imidlertid for begge bestemmelser foreslått at Kongen gis adgang til å foreta en nærmere avgrensning.

Et annet forhold er vphl § 9-4 som angir at et verdipapirforetak straks skal melde til børsen handler i finansielle instrumenter børsnotert i Norge. Bestemmelsen bygger på ISD art. 14 nr. 3 hvor tilsvarende gjelder regulerte markeder. Hensikten er at slik handel kan ha betydning for primærmarkedet, det standardiserte derivatmarkedet og for kursfastsettelsen på det underliggende verdipapiret.[67] Denne bestemmelsen kan tenkes å bli utvidet til også å omfatte autoriserte markedsplasser ved vedtak av ny børslov. Utvalget antar at de samme hensyn også i et slik tilfelle vil gjelde for varederivater, og at bestemmelsen i så fall også skal omfatte varederivater.

7.5.2 Særlig om nye varederivatmarkeder

Utvalget har til nå drøftet vilkår for norsk mellommannsvirksomhet og for norsk markedsplass for varederivater der det er et kjent og veletablert varederivatmarked å ta utgangspunkt i. Det kan imidlertid tenkes at det ønskes etablert et varederivatmarked over en vare der markedet for underliggende ikke er regulert eller veletablert. Det kan også hende at det ønskes etablert et derivatmarked for sikring av en vareindeks der komponentene som inngår ikke kan hentes fra enkeltmarkeder, men er basert på en eller annen form for

67. Jf Ot. prp. nr. 29 (1996-97) punkt 11.2.2.

innsamlet prisindeks. Det er tilfelle med «Baltic freight index» som er en indeks over standard kostnader til skipsfrakt som er samlet inn fra ulike kilder. Det er grunn til å ha tenkt gjennom om det bør være noe standard regulering ved etablering av et nytt marked.

En tilsvarende problemstilling, kan også oppstå ved otc-virksomhet. Det vil si at et sikringsprodukt (varederivat) ønskes solgt av et verdipapirforetak uten at det er regulær omsetning med priskvotering gjennom et handelssystem. Også her kan det være grunn til å se om særskilte regler bør gjelde, og hvordan de eventuelt skulle være.

I denne sammenheng kan det være nyttig å se på hvordan markedet for kraftderivater ble etablert. Spothandelen med elektrisk kraft og kraftderivatene som finnes i Norge, har allerede en forholdsvis lang historie. Et spotmarked for elektrisk kraft ble etablert tidlig på 70-tallet i Samkjøringen av kraftverkene i Norge (Samkjøringen). Der ble det også innført handel med kraftderivater med fysisk levering i 1992. I 1993 ble noen av Samkjøringens funksjoner overført til Nord Pool, og både spot og kraftderivathandelen ble videreført. Overgangen til kraftderivater med finansielt oppgjør og clearing kom i 1995, og etter det har handelen og likviditeten i markedet økt betydelig. I dag er den fysiske handelen regulert. Fram til det foreligger en eventuell regulering basert på *utvalgets* rapport, vil imidlertid derivathandelen i hovedsak være basert på regulering gjennom avtaler mellom deltakerne i markedet. Samtidig er det omfattende virksomhet med otc-kontrakter gjennom ulike kraftmeklere.

Det er ikke uvanlig at derivatmarkeder oppstår ved at deltakere i et fysisk marked ser behov for prissikring, at det etableres otc-handel, og at denne handelen vokser til et punkt der markedsdeltakerne ser fordeler ved å ha et organisert marked. På dette tidspunktet kan markedsdeltakerne organisere en felles markedsplass. En slik overgang fra otc-virksomhet til mer regulert handel finnes også i finansielle markeder. I Norge gjaldt det for eksempel overgangen fra interbank innskudd til et organisert sertifikatmarked (låneinstrumenter med kort løpetid) der blant annet banksertifikater inngikk.

Et spørsmål i sammenheng med dette, er om tilsynsmyndigheter skal godkjenne produktet eller virksomheten før det settes i gang otc eller i organiserte former. Formålet med reguleringa som drøftes her, er å bidra til «sikker og ordnet handel». Skal det sikres, må tilsynet i det minste kunne gripe inn mot virksomhet som ikke kan sies å oppfylle dette kravet. Det vises her til Tokyo- erklæringa som blant annet gir en anbefalt internasjonal standard for regulering. Her framheves det at det må være et klart rammeverk omkring utformingen av de kontrakter det handles i – der blant annet samvariasjon med det underliggende varemarkedet må sikres – slik at kontrakter ved bortfall reflekterer priser i underliggende marked korrigert for kostnader ved fysisk levering. Det framheves også at myndigheter bør studere sammenhengen med prisene i underliggende markeder ved sin gjennomgang av kontrakter. Tokyo-erklæringa gir ikke anbefaling om hvem som bør ha ansvar for oversyn med kontraktenes utforming, men framholder at varebørsen sjøl må ha hovedansvaret for utforming av kontraktene.

Etter *utvalgets* syn må varederivatforetak kunne drive otc-virksomhet med andre varer som underliggende så sant virksomheten er forsvarlig drevet og foretaket har adekvate sikkerheter og kapitaldekning til å tåle eventuelle problemer med foretak det handler med. Et viktig hensyn både for varederivatforetaket og tilsynet med det, må være at virksomheten i slike nye otc-markeder

ikke setter hensynet til «sikker og ordnet handel» i mer etablerte markeder i fare.

Utkast til ny børslov § 5-6 skaper i denne sammenheng problemer i to retninger. For det første kreves etter ordlyden en søknad om børsnotering fra «utsteder». Dette er for øvrig i samsvar med gjeldende børslov § 4-2. Varederivater vil ikke ha noen utsteder som kan søke om børsnotering. *Utvalget* registrerer at gjeldende børslov § 4-2 hittil ikke har utgjort en hindring for børsnotering av derivater. For ordens skyld bør imidlertid forholdet etter *utvalgets* syn reguleres i utkast til ny børslov. Når det gjelder beslutning om notering av varederivater på børsen, er *utvalget* enig i Tokyo- erklæringas vurdering av at varebørsen sjøl bør ha hovedansvaret for at virksomheten foregår i ansvarlige former blant annet ved at kontraktene har en god utforming og reflekterer forsvarlige priser. For det andre skaper ny børslov § 5-6 et problem i forhold til varederivater ved at det forutsettes at opptak til offisiell notering av derivater bare kan skje dersom det foreligger «…betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i den eller de underliggende instrumenter.» Kravet om handel i underliggende «instrumenter» kan synes å avgrense mot notering i derivater basert på varer. *Utvalget* finner imidlertid ikke holdepunkter i Børslovutvalgets innstilling som gir grunnlag for at det er ment å foretas en slik avgrensing. Etter *utvalgets* syn bør forholdet presiseres i utkast til ny børslov, slik at kravet til betryggende kursfastsettelse ved notering av varederivater knyttes til den eller de underliggende varene. Rettsteknisk kan disse presiseringene gjøres ved at det foretas tilpasninger i utkast til ny børslov § 5-6. Alternativt kan det inntas en ny bestemmelse i utkast til ny børslov som særskilt regulerer notering av varederivater. En slik bestemmelse vil kunne utformes slik:

> «Varederivater kan opptas til offisiell notering og handel etter beslutning fra børs dersom den finner at de finansielle instrumenter er egnet for notering og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning. Opptak til offisiell notering av finansielle instrumenter kan skje dersom det foreligger en betydelig handel til kjente priser eller på annen måte er grunnlag for en betryggende kursfastsettelse i den eller de underliggende varene.»

Et vedtak om notering på en varebørs må være begrunnet fra børsen. Den må både kunne dokumentere at det er grunnlag for betryggende kursfastsettelse i den underliggende vare, og den måtte sannsynliggjøre at instrumentet kan «forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning». Det ville kunne gjøres dersom det forelå klare utsagn fra viktige kjøpere og selgere om at de ville søke å dekke sine sikringsbehov gjennom varebørsen eventuelt supplert med avtaler om at en eller flere mellommannsforetak som fast ordning vil stille priser (market making).

Det følger av *utvalgets* forslag til vphl § 9-4 tredje ledd at det vil være plikt til clearing av et slikt offisielt notert varederivat over børs, og det må derfor også foreligge avtale om clearing med en oppgjørssentral. Ettersom børsen er under tilsyn, vil hensynet til at handel skal være «sikker og ordnet» også kunne ivaretas uten at tilsynsenheten får annet ansvar enn det som følger av at det er tilsyn, for å finne fram til om produktet er fornuftig eller hvordan eventuelle prisindekser skal konstrueres.

Utvalget antar at hensyn som drøftet over også vil være relevante i forhold til børslovens bestemmelser for regulerte markedsplasser jf lovforslagets § 6-1.

7.6 Clearing, oppgjør og registrering

7.6.1 Clearing

Utvalget viser til de vurderinger som er sitert ovenfor under *"Clearing/oppgjør"* i punkt 6.2.5 fra Verdipapirhandellovutvalgets innstilling NOU 1996:2 og Børslovutvalgets innstilling NOU 1999:3, og *"Oppgjør og clearing"* i punkt 5.4.3 ovenfor.

Verdipapirhandellovutvalget nevner videre i sin innstilling punkt 11.5.5 at medvirkning av en clearingsentral ikke bare bidrar til å sikre mot kreditt- og oppgjørsrisiko, men også har en praktisk funksjon i forhold til uttrekning av de parter som skal oppfylle en opsjon eller termin som ønskes innløst. Organisert handel gjennom en markedsplass for derivater kan vanskelig gjennomføres uten bruk av en clearingsentral som kan forestå den praktiske gjennomføringen av oppgjøret. Muligheten til å benytte en clearingsentral må ses på som en særskilt sikring av kvaliteten i det organiserte markedet. Verdipapirhandellovutvalget viser videre til den betydningen en clearingsentral vil ha i markedet, og at det er viktig at virksomheten drives i betryggende former, og i en enhet som er egnet til å bli ført tilsyn med.

Etter vphl *"Rettslige forhold"* i kapittel 6, jf vphl § 1-6, kreves det konsesjon for å drive med clearingvirksomhet knyttet til finansielle instrumenter. Med dette menes yrkesmessig virksomhet som består i å tre inn som part eller på annen måte garantere for oppfyllelse av avtaler som gjelder handel med eller lån av finansielle instrumenter. Konsesjonsplikten er uavhengig av om virksomheten gjelder børsnoterte finansielle instrumenter. Det følger allerede i dag av vphl § 6-3 at clearingsentraler kan drive tilknyttet virksomhet knyttet til varederivater.[68]

I henhold til vphl § 6-3 skal en clearingsentral organisere oppgjøret mellom partene. Loven sikter her til at clearingsentralen skal organisere avregningen mellom partene, og tilrettelegge for oppgjøret, som foretas i en oppgjørsbank eller verdipapirsentral. Parter vil være verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner, jf vphl § 6-6. En clearingsentral skal blant annet ha konsesjon fra Finansdepartementet og det skal stilles kapitalkrav. Virksomheten skal i utgangspunktet organiseres som et allment aksjeselskap, men Finansdepartementet kan gjøre unntak fra dette.

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.

Et annet spørsmål reiser seg i forbindelse med vphl § 9-4 siste ledd som fastslår at derivathandel over børs skal cleares. Det kan være et spørsmål om tilsvarende skal gjelde for derivathandel over autoriserte markedsplasser dersom forslaget til ny børslov innføres. En nærmere drøftelse av dette spørsmålet vil kunne skje i forbindelse med en eventuell opprettelse av autoriserte markedsplasser i henhold til forslaget til ny børslov. *Utvalget* foreslår ikke særskilte regler om clearing for varederivater, og legger til grunn at de

68. Jf NOU 1996:2 punkt 11.5.10.5.

samme regler bør gjelde for alle typer derivater. *Utvalget* foreslår derfor at bestemmelsen utvides slik at varederivater som handles over børs er underlagt samme regler som gjelder for andre derivater handlet over børs.

Det må også foretas en tilpasning i vphl § 1-6 om definisjonen av clearingvirksomhet, slik at dette også omfatter varederivater.

7.6.2 Oppgjør

Som angitt av Verdipapirhandellovutvalget NOU 1996:2 punkt 11.5.5 vil en velfungerende oppgjørsordning i noen grad avhenge av en avklaring av juridiske problemstillinger som blant annet gjelder spørsmålet om i hvilken grad det kan foretas motrekning i konkurstilfelle. *Utvalget* viser også til vedlegg som gir sammendrag av to BIS-rapporter om oppgjørsrisiko ved derivatvirksomhet.

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.[69] 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 konkurransesituasjon 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 hjørnestenene 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 *"Utkast til lovendringer"* i 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 viser også til det pågående arbeidet med å implementere EUs oppgjørsdirektiv i norsk rett, jf Ot.prp. nr. 96 (1998-99). Direktivets kjerneoppgave er å sikre oppgjør av finansielle instrumenter i tilfelle konkurs hos en av deltakerne i et oppgjørssystem. Det forutsettes at det blant annet innføres nettingbestemmelser ved oppgjør av finansielle instrumenter. Dette arbeidet er også knyttet til Banklovkommisjonens utredning nr. 3 om betalingssystemer, NOU 1996:24.

Varederivater som finansielle instrumenter etter vphl § 1-2 andre ledd, antas av *utvalget* å bli omfattet av kommende utvidede nettingbestemmelser knyttet til verdipapiroppgjørssystemer. For at det norske markedet skal fungere effektivt, med redusert risiko, tilstrekkelig tillit fra aktørene og like

69. International Swap and Derivatives Association, se også Aarbakkegruppens rapport, note 51.

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.

Rettsteknisk mener *utvalget* at en utvidelse av vphl § 10-1 bør skje i lovteksten, men peker på at det kan gjøres ved forskrift slik bestemmelsen gir adgang til.

7.6.3 Registrering

Etter vphl § 9-6 skal handler i VPS-registrerte finansielle instrumenter registreres i Verdipapirsentralen samme dag som handelen inngås. Verdipapirsentralloven fastsetter en registreringsplikt og –rett for fondsaktiva, jf lovens §§ 1-2 og 1-3. Registrering av derivater i VPS framgår nærmere av forskrift om registrering av opsjoner og terminer m.v. i Verdipapirsentralen (opsjonsforskriften).[70] Verdipapirsentralloven er nå under revisjon av Verdipapirsentralloutvalget. Det er tenkelig at begrepet fondsaktiva i dagens lov blir erstattet med begrepet finansielle instrumenter. I så fall vil dette i utgangspunktet også omfatte varederivater i henhold til *utvalgets*forslag.

Etter opsjonsforskriften § 1 er det registreringsplikt i VPS for derivater etter vphl § 1-2 andre ledd nr. 4 til 7 (og tredje ledd nr. 3) som er notert på norsk børs. For slike derivater som ikke er notert på norsk børs, er det en registreringsrett etter forskriften § 2.

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 noen registrer for de underliggende varene hvor rettighetene til varene kan utledes, slik formålet er med registerføring 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 innsideregler 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 verdipapirhandelloven anvender begrepet finansielle instrumenter som koblingsord.

Det kan likevel tenkes en framtidig mulighet for en registreringsrett for varederivater for eksempel knyttet til CO_2 -kvoter. Hvis slik kvotehandel 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.

Spørsmål om disse forhold vil også kunne bli berørt av Verdipapirsentralloutvalget.

70. Forskrift 12.01.1997 nr. 1247.

7.7 Tilsyn

I Verdipapirhandellovutvalgets utredning NOU 1995:1 *"Mellommannsvirksomhet"* i avsnitt 7.4 heter det at formålet med tilsyn med foretak som yter investeringstjenester er å sikre en effektiv kontroll for å påse at virksomheten utøves i samsvar med god forretningsskikk og øvrig lovgivning om verdipapirhandel. Dette er blant annet avhengig av et effektivt tilsyn med tilstrekkelige sanksjonsbestemmelser. Behovet for tilsyn med varederivatmarkedene spesielt, er framhevet i Tokyo-erklæringa, jf *"Tokyo-erklæringa"* i avsnitt 6.3.

Reglene om tilsyn med overholdelse av bestemmelsene i verdipapirhandelloven følger av vphl kapittel 12. Etter vphl § 12-1 har departementet det overordnede tilsynet med sjølve handelen i finansielle instrumenter og med at lovgivningen overholdes. Etter andre ledd utøver Kredittilsynet den løpende kontroll med verdipapirforetaks og oppgjørssentralers virksomhet, og med overholdelsen av verdipapirhandellovens bestemmelser. Tilsynet med verdipapirforetak følger også av tilsynsloven § 1 nr. 13.[71] Utformingen av bestemmelsen er knyttet til virksomhet i forbindelse med verdipapirhandel, og utvalget foreslår en omformulering til å omfatte finansielle instrumenter, slik at det framgår klart at varederivater omfattes av bestemmelsen.

I tillegg til dette kommer generelle tilsyn som for eksempel Konkurransetilsynet, som har inngått samarbeidsavtaler med NVE og Kredittilsynet. For å ivareta kontrollen med det underliggende marked, vil det være et behov for å avklare ansvarsfordelingen med de allerede eksisterende tilsynsmyndigheter for kraftderivatmarkedet. Det antas for eksempel naturlig at en samarbeidsavtale inngås mellom Kredittilsynet og NVE. Kredittilsynet vil også ha behov for å utvikle et samarbeid med tilsynsmyndigheter i andre land, både som følge av grensekryssende virksomhet og for å følge opp markedsovervåkningen som Tokyo- erklæringa foreslår.

Varederivatforetak, det vil si verdipapirforetak som bare yter investeringstjenester i varederivater, foreslås underlagt særskilt konsesjonsplikt etter verdipapirhandelloven. En slik konsesjonsplikt må suppleres av tilsyn og sanksjoner for å oppnå det formål som ligger til grunn for reguleringa. *Utvalget* foreslår derfor at varederivatforetak underlegges samme tilsyn med sin virksomhet som tilfellet er for verdipapirforetak, jf vphl kapittel 12. Det samme vil gjelde tilsynet med overholdelsen av handelsreglene i vphl *"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver"* i kapittel 2, som vil omfatte alle aktører i varederivatmarkedene. På denne måten vil tilsynet med virksomhet i varederivater bli samlet under ett tilsyn. *Utvalget* legger til grunn at dette er mer hensiktsmessig enn at det opprettes et eller flere sjølstendige spesialtilsyn basert på varederivates underliggende. Et tilsyn som foreslått vil etter *utvalgets* vurdering gi et betryggende utgangspunkt for tilsyn med virksomhet i varederivater. De krav til tilsyn innen varederivatmarkeder som framgår av Tokyo- erklæringa vil også kunne ivaretas.

Når det gjelder tilsynet med handelen i den underliggende vare, er det neppe noen forhold som tilsier noen endring av de tilsynsordninger som finnes i dag i de ulike markeder. *Utvalget* foreslår derfor ikke noen egne regler om tilsyn med de underliggende varene. Handel med elektrisk kraft er i dag underlagt tilsyn av NVE, og *utvalget* finner ikke grunn til å foreslå noen endringer i den konsesjonsordning eller tilsyn som i dag er etablert på dette

71. Lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (Kredittilsynet).

området. For andre markeder kan det innebære at det ikke finnes noe separat tilsyn med handelen i den underliggende vare, bare generelle tilsyn som for eksempel Konkurransetilsynet. Dette vil for eksempel kunne være tilfellet dersom det etableres et eget fiskederivatmarked i Norge. Det kan nevnes at det finnes varederivatmarkeder der det ikke finnes et enkelt marked for den underliggende varen. Det gjelder for eksempel «Baltic freight index» der det underliggende er en indeks over standard fraktkostnader, jf *"Clearing, oppgjør og registrering"* i avsnitt 7.6.

Sjøl om ulike tilsynsorganer fører tilsyn med forskjellig virksomhet, vil det kunne finnes overlappende kompetanseområder. Praktisk sett kan tilsynsoppgavene fordeles ved avtale. En slik avtale vil likevel ikke påvirke kompetanseområdet og ansvarsområdet for de respektive tilsynsorganene.

Kredittilsynet vil etter verdipapirhandelloven også ha tilsyn med de clearingtjenester som tilbys på markedet, hva enten de tilbys separat eller som en mer integrert del av en markedsplass.

Når det gjelder tilsynet med markedsplasser har Kredittilsynet i dag intet tilsyn med den virksomheten som drives av børs. Børslovutvalget foreslår at tilsynet med børser og autoriserte markedsplasser skal legges til Kredittilsynet, jf NOU 1999:3 kapittel 24. *Utvalget* slutter seg til dette også når det gjelder markedsplasser for varederivater, hva enten de drives som børs eller autoriserte markedsplasser. Drives virksomheten i regi av et foretak med konsesjon etter verdipapirhandelloven, følger tilsynet allerede av Kredittilsynsloven og vphl kapittel 12. Slik regulering er i samsvar med de internasjonale forhold *utvalget* kjenner til.

Etter reglene i vphl § 12-5 kan Kredittilsynet i visse tilfeller helt eller delvis tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester. Overtredelse av reglene i verdipapirhandelloven er også underlagt sanksjoner etter vphl kapittel 14. Det dreier seg her både om regler om vinningsavståelse etter § 14-2 og regler om straff etter § 14-3. *Utvalget* legger til grunn at de samme sanksjonsbehov gjør seg gjeldende for de aktører i varederivatmarkedene som er underlagt verdipapirhandellovens bestemmelser, slik at reglene også bør få anvendelse for disse.

7.8 Finansieringsvirksomhetsloven

I finansieringsvirksomhetsloven er det to bestemmelser som gjelder for verdipapirforetak.[72] Etter § 2-7 skal samarbeidsavtaler mellom to foretak som ikke inngår i samme konsern godkjennes av departementet. Lovens § 2-17 gjelder tiltak mot hvitvasking av penger. Etter utvalgets mening bør begge bestemmelsene gjelde for varederivatforetak.

72. Lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner.

Kapittel 8

Lovforslagets administrative og økonomiske konsekvenser

8.1 Generelt

Når det gjelder de generelle økonomiske virkninger av *utvalgets* utkast vises det til *"Behovet for regulering"* i kapittel 5. *Utvalgets* forslag antas å bidra til en effektivisering av det norske markedet for varederivater gjennom skjerpet konkurranse og klarere spilleregler for konkurransen. Samtidig antas det at reguleringa gir rammevilkår som kan legge til rette for at virksomheten forblir i Norge.

Den skjerpede konkurransen oppnås gjennom en fleksibel konsesjonsordning for foretak med virksomhet som underlegges konsesjonsplikt. Deltakere i markedet vil være de allerede eksisterende verdipapirforetak og foretak som spesielt yter investeringstjenester i varederivater som også vil falle inn under verdipapirhandelloven.

Reguleringa vil kunne føre til omlegging av hvordan mellommannsvirksomhet drives som følge av konsesjonskrav til foretak som tilbyr investeringstjenester. Det vil bli stilt større krav til dokumenterte rutiner og krav om likebehandling av kunder. I tillegg vil det bli stilt kapitalkrav i forhold til den risiko virksomheten innebærer. Det antas at kunden vil få større sikkerhet ved at mellommenn er underlagt tilsyn. Det betyr at kundene står friere i valg av mellommann. Dette kan isolert sett bidra til å skjerpe konkurransen.

Forslaget innebærer også at det kan utvikles alternative organisasjonsformer for markedsplasser. Markedsplasser må ha konsesjon enten etter forslaget til ny børslov eller etter verdipapirhandelloven. De alternative måtene å organisere markedsplassen på antas å ville føre til økt fokus på gjennomsiktighet på markedsplasser. Når det gjelder clearing og oppgjør antas også forslagene å føre til en effektivisering. Her vil spesielt nettingreglene redusere usikkerheten og øke sikkerheten i kritiske situasjoner.

8.2 Konsekvenser for private

For de foretak som underlegges konsesjonsplikt vil forslaget kunne innebære økte kostnader. Det vil være noen engangskostnader knyttet til å få konsesjon og kostnader knyttet til oppfyllelse av konsesjonsvilkårene som kapitalkrav og krav til organisering. Det er likevel *utvalgets* oppfatning at disse kravene samlet sett vil føre til en effektivisering og bidra til økt tillit til markedet.

I kraftbransjen vil dagens kraftmeklere, prisstillere og porteføljeforvaltere kunne bli underlagt konsesjonsplikt for mellommannsvirksomhet. I hvilken grad dagens krafthandlere (tradere) og andre vil bli underlagt konsesjonsplikt, er avhengig av om de yter konsesjonspliktige investeringstjenester overfor tredjemenn. Det vises til *utvalgets* gjennomgang i *"Mellommannsvirksomhet"* i avsnitt 7.4.

Virksomhet som markedsplass blir underlagt konsesjonsplikt. Det samme gjelder for virksomhet som driver clearing av kraftderivater. Det vil trolig være knyttet kostnader til dette for disse virksomhetene, men det er *utvalgets*

oppfatning at ei regulering vil styrke de norske markedsplassenes konkurransedyktighet i forhold til den pågående liberaliseringen av europeiske kraftmarkeder.

8.3 Konsekvenser for det offentlige

Forslaget innebærer at Kredittilsynet får utvidet sitt tilsynsområde ved at både mellommannsvirksomhet, markedsplasser 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 tilsynet med kraftderivatmarkedet. Kredittilsynet vil ha behov for å utvikle et samarbeid med tilsynsmyndigheter i andre land, både som følge av grensekryssende virksomhet og for å følge opp markedsovervåkningen som Tokyo-erklæringa foreslår. Det vil være et behov for å avklare ansvarsfordelingen med de allerede eksisterende tilsynsmyndigheter for kraftmarkedet, Konkurransetilsynet og NVE. For Kredittilsynets budsjetter er konsekvensene små, ettersom Kredittilsynet krever inn tilsynsavgift fra tilsynsenhetene som skal dekke kostnadene ved tilsynet.

De endrede lovbestemmelsene vil kreve tilpasning av og utarbeidelse av nye forskrifter. Det vil i tillegg måtte forventes at markedet, media og aktører for øvrig vil ha et betydelig behov for informasjon i forbindelse med implementering og praktisering av nytt regelverk. Det er naturlig at en vesentlig del av disse oppgavene ivaretas av Kredittilsynet.

Utvalget anser det lite hensiktsmessig å forsøke å tallfeste de ovenfor nevnte konsekvenser for tilsynsmyndighetene. *Utvalget* viser til om at institusjonsspørsmål ligger utenfor *utvalgets* mandat. Det anses dessuten ikke mulig på dette stadium å gi en begrunnet oppfatning av detaljerte budsjettspørsmål.

Kapittel 9

Merknader til de enkelte bestemmelser

Til verdipapirhandelloven § 1-2 andre ledd nr. 8

Forslaget er omtalt i *"Varederivater som finansielle instrumenter"* i avsnitt 7.2. Varederivater defineres som finansielle instrumenter ved et nytt nr. 8 i vphl § 1-2 andre ledd. Begrepet varederivater omfatter derivater med både varer, tjenester og indekser som underliggende.

En nærmere definisjon av varederivater gis som nytt siste ledd. Definisjonen skal angi avgrensningen mellom hvilke varederivater som skal anses som finansielle instrumenter. Det legges blant annet vekt på typen kontrakt og kontraktens omsettelighet. Det sentrale vil være om kontrakten er omsettelig etter sin art. Det er ikke noe skille mellom kontrakter med kontant eller fysisk oppgjør. Avgrensningen gir samtidig en anvisning på kjennetegn på varederivatmarkeder i forhold til spotmarkeder.

Til verdipapirhandelloven § 1-6

Forslaget er omtalt i *"Clearing"* i punkt 7.6.1. Definisjonen av clearingvirksomhet utvides til også å omfatte varederivater. Dette gjøres ved at vphl § 1-6 endres slik at henvisningen til vphl § 1-2 andre ledd nr. 4 til 7 utvides til vphl § 1-2 andre ledd nr. 4 til 8.

Til verdipapirhandelloven § 7-12

Forslaget er omtalt i *"Nærmere om konsesjon med videre"* i punkt 7.4.3. Bestemmelsen angir de særskilte forhold som skal gjelde for foretak som bare skal yte investeringstjenester i varederivater. Det skal angis i søknaden at det er slik tillatelse som ønskes. Foretak som bare skal yte investeringstjenester i varederivater gis tillatelse til å organisere seg som aksjeselskap.

Verdipapirforetak med generell konsesjon kan også yte investeringstjenester i varederivater, men må minst to måneder på forhånd gi melding til Kredittilsynet før slik virksomhet starter opp. Dette gir Kredittilsynet anledning til å kontrollere om vilkår som for eksempel kravet til erfaring etter vphl § 7-2 er oppfylt.

Siden varederivater ikke er omfattet av ISD, vil de grensekryssende regler som følger av direktivet ikke gjelde for investeringstjenester i varederivater. Verdipapirhandellovens regler om grensekryssende virksomhet for verdipapirforetak innen EØS-området gis derfor ikke anvendelse. Det er derfor gjort unntak for vphl §§ 7-3 tredje ledd, 7-5, 7-6 fjerde til åttende ledd, 7-7 og 7-9.

Det foreslås også visse unntak for virksomhetsreglene i vphl *"Lovforslagets administrative og økonomiske konsekvenser"* i kapittel 8. Vphl § 8-4 vil ikke ha samme betydning for varederivater fordi det her ikke foreligger utstedere av finansielle instrumenter slik bestemmelsen forutsetter. Den samme forutsetning gjør seg gjeldende for vphl §§ 8-7 og 8-8 som også foreslås unntatt.

Det er behov for to tilpasninger i forhold til vphl § 8-5 om verdipapirforetaks egenhandel. For det første er det ikke behov for særlige restriksjoner på varederivatforetaks egenhandel i andre finansielle instrumenter enn varederivater. For det andre bør varederivatforetak som ledd i sin kapitalforvaltning kunne foreta handel i «organiserte markeder». Et krav om handel på regulert marked ville avskjære all egenhandel i varederivater som ledd i foretakenes

kapitalforvaltning, fordi det ennå ikke finnes regulerte markedsplasser for varederivater. «Organisert marked» er ikke nærmere definert i loven, men *utvalget* legger til grunn at det i alle fall må skje en regelmessig og offentlig kursnotering på slik markedsplass.

Vphl § 8-9 må justeres for at adgangen til å gi laverer regler om startkapital også knyttes til investeringstjenester avgrenset til varederivater, og ikke bare generelt avgrenset til de enkelte investeringstjenester slik bestemmelsen lyder i dag.

Vphl § 2a-2 første ledd første punktum justeres slik at ansattes adgang til å utstede eller handle varederivater for egen rekning omfattes av det generelle handleforbudet for varederivater. De øvrige bestemmelsene i vphl *"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver"* i kapittel 2a gjelder egenhandel i de underliggende finansielle instrumentene, og er derfor ikke aktuelle for de ansatte i varederivatforetak. Ansatte i varederivatforetak vil derfor kunne handle i for eksempel aksjer og obligasjoner uten hindring av reglene i vphl *"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver"* i kapittel 2a.

Det er lite behov for regler om investorbeskyttelse i varederivatmarkedene i dag, og det legges til grunn at hovedreglen i vphl § 8-13 ikke uten videre skal få anvendelse når det gjelder varederivater.

Bestemmelsens forskriftshjemmel opprettholdes imidlertid slik at nødvendige regler kan gis dersom det senere er behov for det.

Til verdipapirhandelloven § 9-4

Forslaget er omtalt i *"Clearing"* i punkt 7.6.1. Det legges til grunn at clearingplikten som gjelder i dag for derivater handlet over børs, utvides til å gjelde varederivater. Dette gjøres ved at vphl § 9-4 tredje ledd endres slik at henvisningen til vphl § 1-2 andre ledd nr. 4 til 7 utvides til vphl § 1-2 andre ledd nr. 4 til 8.

Til verdipapirhandelloven § 9-5

Forslaget er nærmere omtalt i *"Nærmere om konsesjon med videre"* i punkt 7.4.3, og innebærer bare en teknisk tilpasning av dagens bestemmelse som også omfatter varederivater. Dette foregår ved at vphl § 9-5 første ledd endres slik at henvisningen til vphl § 1-2 andre ledd nr. 4 til 7 utvides til vphl § 1-2 andre ledd nr. 4 til 8. Samtidig oppheves siste ledd.

Til verdipapirhandelloven § 10-1

Forslaget er omtalt i *"Oppgjør"* i punkt 7.6.2, og går ut på at det bør innføres nettingbestemmelser også for varederivater, og at dette gjøres i vphl § 10-1. Alternativt kan bestemmelsens forskriftshjemmel anvendes.

Til kredittilsynsloven § 1 nr. 13

Forslaget er omtalt i *"Tilsyn"* i avsnitt 7.7. Dagens bestemmelse er utformet til å omfatte virksomhet i forbindelse med verdipapirhandel, og må omformuleres til å gjelde finansielle instrumenter, slik at det er klart at varederivatforetak omfattes.

Kapittel 10

Utkast til lovendringer

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

§ 1-2 andre ledd nr. 8 skal lyde:

8. Varederivater

§ 1-2 nytt siste ledd skal lyde:

Med varederivater menes omsettelige termin- eller opsjonskontrakter med kontant eller fysisk oppgjør knyttet til varer eller tjenester.

§ 1-6 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 andre ledd nr. 4 til *8* og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter.

§ 2a-2 første ledd første punktum skal lyde:

Ansatte kan ikke utstede eller handle for egen rekning med finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 andre ledd nr. 4 til *8*.

Ny § 7-12 skal lyde:

§ 7-12. *Investeringstjenester i varederivater*

I søknad om tillatelse etter § 7-3 første ledd skal det opplyses om foretaket bare skal yte investeringstjenester i finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 andre ledd nr. 8, og hvilke varederivater søknaden gjelder.

Verdipapirforetak som nevnt i første ledd kan organiseres som aksjeselskap.

Andre verdipapirforetak enn de som er nevnt i første ledd må gi melding til Kredittilsynet minst to måneder før det skal ytes investeringstjenester i finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 andre ledd nr. 8.

For verdipapirforetak som nevnt i første ledd gjelder ikke §§ 7-3 tredje ledd, 7-5, 7-6 fjerde til åttende ledd, 7-7, 7-9, 8-4, 8-7, 8-8 og 8-13 første, andre og fjerde ledd.

For verdipapirforetak som nevnt i første ledd, gjelder § 8-5 bare ved handel i varederivater. § 8-5 andre ledd gjelder tilsvarende ved handel på organiserte markedsplasser.

For ansatte i verdipapirforetak som nevnt i første ledd, gjelder *"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver"* i kapittel 2a bare ved handel i varederivater. For verdipapirforetak som nevnt i første ledd gjelder § 8-9 tilsvarende.

§ 9-4 tredje ledd skal lyde:

Verdipapirforetakets handel i finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 andre ledd nr. 4 til *8* som er børsnoterte, skal foretas under medvirkning av oppgjørssentral som nevnt i § 6-1. Denne bestemmelsen gjelder ikke for tegningsretter eller kjøpsretter som utstedes på like vilkår, samtidig og i en gitt mengde dersom utsteder eier de underliggende verdipapirene.

§ 9-5 første ledd skal lyde:

Ved formidling av handel i finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 andre ledd nr. 4 til *8*, skal verdipapirforetaket påse at foretaket har betryggende sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser. Departementet kan fastsette nærmere regler om sikkerhetsstillelse.

§ 9-5 fjerde ledd oppheves.

§ 10-1 skal lyde:

Dette kapittel gjelder varederivater, framtidige renteavtaler (FRA), rente- og valutaopsjoner, rente- og valutaterminer, rente- og valutabytteavtaler, og avtaler om handel med valuta. Departementet kan bestemme at dette kapittel også skal gjelde avtaler om andre finansielle instrumenter.

2. I lov av 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (Kredittilsynet) gjøres følgende endring:

§ 1 nr. 13. skal lyde:

Verdipapirforetak og andre foretak som driver virksomhet i forbindelse med finansielle instrumenter, og med overholdelsen av bestemmelser om virksomhet med finansielle instrumenter gitt i eller i medhold av lov.

Vedlegg 1

Tokyo Commodity Futures Markets Regulators' Conference Tokyo-erklæringa

oktober 1997

Representatives of regulatory authorities from 16 Jurisdictions responsible for supervising commodity futures markets (collectively «the authorities») met on october 30 and 31, 1997, in Tokyo, Japan to evaluate their work over the previous year in addressing the oversight of commodity futures markets and, together with certain supporting authorities, issued the following

Tokyo communiqué on supervision of commodity futures markets.

1. They announced completion of the comprehensive one-year work program set forth in the London Communiqué issued in November 1996 by the authorities at a meeting in London. The London meeting had been convened in response to concerns that:[1]
   - no other forum had addressed the international supervisory. Implications for market integrity and confidence in the markets for commodity contracts which are based on an underlying physical commodity and which settle in cash or by physical delivery;
   - the increasingly global nature of commodity pricing, production, storage and delivery and the diverse regulatory treatment of these markets compounded the potential for market integrity and confidence issues; and
   - manipulative or other abusive activities damage the integrity and ultimately the liquidity of a market.

2. The authorities again considered:
   - the interlinkages among markets, including cash and over-the-counter markets, and the multinational nature of global trading firms;
   - the susceptibility of markets to economic shocks, currency instability, failures of supply, potential manipulative or other abusive activities, and firm financial distress; and
   - the particular supervisory needs of physical delivery markets,[2]

1. See the London Communiqué, in which the Authorities who met in London in November 1996 set out their proposals for strengthening the oversight of commodity futures markets, in particular in the areas of contract specifications, market surveillance, and information sharing. Other Communiqué objectives included: the conduct of surveys in the areas of contract design and market surveillance; the designation of contact persons to communicate surveillance information; the encouragement of participation in the international regulatory summary compiled by the US Commodity Futures Trading Commission («CFTC») and maintained by the International Organisation of Securities Commissions («IOSCO»); the amendment of the Declaration on Cooperation and Supervision of International Futures Exchanges and Clearing Organisations («Boca Declaration») to permit all Authorities to become signatories; and the support of efforts of others to prioritize information which market authorities may share during specific market events.

And took account of the responses to two surveys conducted by the authorities who participated in the London meeting concerning current practices related to contract design and information sharing and surveillance[3] and the authorities' preliminary conclusions which were published at a meeting in London in June 1997.[4]

1. *They concluded that market authorities should:*
   - Set benchmarks through guidance on best practices.
   - Assure accountability of market authorities[5] at every level, regulatory, self-regulatory and exchange.
   - Assure adequacy and timeliness of regulatory and supervisory information to assess the risks of market participants' whole position and consequent exposures, recognizing that information on related cash and over-the-counter positions may be less accessible than information on positions in centralized exchange markets.
   - Assure clarity of rules of the market and their application through surveillance, cross border cooperation, intervention and disciplinary techniques.
   - Assure adequacy of market authorities' powers to address abusive practices, including the ability of a competent authority to address undesirable conduct by non-members of the market.

2. *The authorities therefore:*
   - Welcomed the work on contract design and market surveillance and information sharing. Endorsed the *Guidance on Standards of Best Practice for the Design and/or Review of Commodity*
   - *Contracts and the Guidance on Components of Market Surveillance and Information Sharing («Guidance Papers»).*[6]

3. *The authorities specifically concluded with respect to contract design* that the following standards of best practice (as more fully articulated in the Guidance on Standards of Best Practice for the Design and/or Review of Com-

2. This Communiqué is intended to address futures contracts, options on futures contracts and options for which the underlying interest is a physical commodity or a non-financial deliverable with finite supply.
3. The Authorities carried forward the London Communiqué work program primarily through two working groups, one on contract design chaired by the CFTC and the other on market surveillance and information sharing chaired by the UK Financial Services Authority («FSA,» formerly the Securities and Investments Board) and the Ministry of International Trade and Industry («MITI») and the Ministry of Agriculture, Forestry and Fisheries («MAFF») of Japan. Recognizing that there was incomplete knowledge concerning contract design and market surveillance practices internationally, the two groups conducted comprehensive surveys of the Authorities to determine current approaches. The regulators' survey was complemented by the work of the Subcommittee of the Consultative Committee of IOSCO («Consultative Subcommittee») which separately conducted its own surveys and provided comment to the working groups. See Collation of responses received from regulatory authorities to the surveys on contract design, market surveillance and information sharing (June 1997).
4. See Interim Report from the Co-Chairs of the November 1996 London Commodity Futures Markets Conference: Results of Surveys on Contract Design, Market Surveillance and Information Sharing (June 1997); and London Communiqué Project: Subcommittee of the London Communiqué of the Consultative Committee of IOSCO (May 1997).
5. The term «market authorities» for purposes of this Communiqué means the regulator of the market, whether on-exchange or OTC, and could be a government body, self-regulatory organisation or an exchange or several of these. «Government body» could include a public prosecutor or the courts.

modity Contracts) should be taken into consideration by market authorities in the design and/or review of commodity contracts, *recognizing that* the manner in which these standards are applied to any given contract may vary to reflect the diversity of commodities underlying futures and option contracts and the evaluation methodologies used:

- *Accountability:* the competent market authority should establish a clear framework as to design and review criteria or procedures. Market authorities should be accountable for compliance with statutory and/or self-regulatory standards and should retain powers to address and where necessary to vary the provisions of existing contracts which produce manipulative or disorderly conditions. At a minimum a market authority with governmental powers should have legal or statutory powers to address contract provisions which produce manipulative or disorderly conditions.
- *Economic Utility:* contracts should meet the risk management needs of potential users and/or promote price discovery of the underlying commodity.
- *Correlation with Cash Market:* contract terms and conditions generally should, to the extent possible, reflect the operation of the underlying cash market and avoid impediments to delivery.
- *Settlement and Delivery Reliability:* settlement and delivery procedures should reflect the underlying cash market and promote price convergence.
- *Responsiveness:* the views of potential market users should be taken into account in designing commodity contracts.
- *Transparency:* information concerning the contract's terms and conditions, as well as other relevant information concerning delivery and pricing, should be readily available to market authorities and to market users.

The Authorities further concluded that contract design standards are a complement to, but not a substitute for, an appropriate market surveillance system.

1. >*The authorities specifically concluded with respect to market surveillance and information sharing* that the following standards of best practice (as more fully articulated in the Guidance on Components of Market Surveillance and Information Sharing) should be reviewed and applied by market authorities, *taking into account* differences in powers of market authorities and the regulatory powers of each jurisdiction in undertaking market surveillance and the sharing of information:
   - *Framework for Undertaking Market Surveillance:* each commodity futures market and other market authorities should have a clear framework for conducting market surveillance, compliance and enforcement activities and there should be oversight of these activities.
   - *Access to and Collection of Information:* information should be collected on a routine and non-routine basis for on-exchange and related cash and over-the-counter («OTC») markets and should be designed to assess whether the market is functioning properly. Market authorities should have access to information that permits them to identify concentrations of positions and the composition of the market. It is

6. Attached at Annexes A and B.

acknowledged that data on related cash and OTC markets may be less immediately available than data for exchange markets. This may be an area which requires governmental powers.
- *Analysis of Information:* analysis of information should be suitable for the type of information collected and both collection and analysis of information should occur speedily.
- *Intervention Powers in the Market:* effective powers should be available to intervene in the market to prevent or to address abusive practices or disorderly conditions and there should be clarity as to the types of intervention which could occur.
- *Disciplinary Sanctions* Against Members of the Market: effective powers should be available to discipline market members and there should be clarity as to the types of possible disciplinary action.
  Non-members of the Market: the relevant authority should have the power to address the abusive actions of non-members of the market.
- *Information sharing:* market authorities should cooperate to share information, in particular information on large exposures. Information obtained should be handled confidentially. Information obtained should be used solely for carrying out the supervisory responsibilities of the relevant authority and as specified in the request for information.

2. *The authorities also announced*
   a) With respect to enhancement of international information sharing:
      - The amendment of the Boca Declaration to permit execution by commodity authorities previously restricted from signing.

   b) With respect to enhancement of cooperation and sharing ofinformation during market events:
      - The maintenance of an emergency contact list by the Authorities listing for each Authority contact persons responsible for the sharing of surveillance and delivery information during a market or firm event and their agreement to keep such list current.
      - The support of current efforts by other international forums to categorise and to prioritise the information which market authorities may wish to share during specific market events, thereby facilitating international information sharing.[7]

   c) With respect to enhancement of transparency of market practices and procedures:
      - The addition of new information on contracts, rules and procedures of commodity markets in the 1997 edition of the regulatory summary *International Regulation of Derivative Markets and Financial Intermediaries* and their agreement to keep such information current.[8]

3. *The authorities made the following recommendations*
   a) With respect to the Guidance Papers on contract design and components of market surveillance and information sharing, that market

7. See the proposed IOSCO publication: Guidance on Information Sharing (pending November 1997).
8. This summary is available freely on the website of IOSCO[http://www.iosco.org].

authorities:

- Examine their current practices with respect to the design or review of commodity contracts to determine the extent to which those practices take into account the standards of best practice set forth in the *Guidance on Standards of Best Practice for the Design and/or Review of Commodity Contracts.*
- Review their market surveillance and information sharing arrangements and seek to ensure that the *Guidance on Components for Market Surveillance and Information Sharing* is put into effect.
- Commend the consideration of standards of best practice set forth in the Guidance Papers to the relevant markets in their jurisdictions and to market authorities with responsibilities for the supervision of commodity markets generally.

b) With respect to international information sharing
   - That market authorities be encouraged to participate in and to make use of the arrangements for sharing information which are set out in the Boca Declaration.

c) With respect to transparency of market practices and procedures
   - That market authorities take steps nationally to encourage commodity markets and clearing houses to make their rules and procedures for trading and delivery of commodity contracts and the manner of their application transparent and clear.

d) Furthermore, in view of the fact that information is a critical tool for maintaining fair and orderly markets and ensuring market integrity in non-financial physical delivery markets with finite supply, that market authorities should seek the removal of domestic legal or other barriers to ensure, consistent with the regulatory framework of each jurisdiction, access by market authorities to information that permits them to detect and to deter abusive practices and disorderly conditions in the markets, including access to information that permits them to identify concentrations of positions and the overall composition of the market.

4. *The authorities made the following proposals for further work:*
   - To consider at the March 1998 international regulators' meeting to be held in Boca Raton, Florida, a proposed amendment to the Boca Declaration to clarify its application to manipulative activities and/or unusual price movements.
   - To refer to IOSCO for its consideration:[9]
     - the need to provide further content to the components of surveillance by publishing additional guidance on existing structures and techniques used for the oversight of markets and clearing organizations;

9. This Communiqué and the contemplated further work complement existing IOSCO guidelines. See, for example, IOSCO publications: Principles for Memoranda of Understanding (September 1991); Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market Disruption (October 1993); Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures (March 1996); and the proposed Guidance on Information Sharing (pending November 1997).

- further delineation as to what constitutes manipulative activities or abusive practices in commodity futures markets; and
- the extent to which the standards of best practice set forth in the Guidances can be applied to financial and other derivatives markets.

Issued in Tokyo, Japan on October 31, 1997

Adherents to the tokyo communiqué

Australia
Australian Securities Commission
Brazil
Comissão de Valores Mobiliários
Canada
Canadian Grain Commission
France
Commission des Opérations de Bourse
>Germany
Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
Hong kong
Securities and Futures Commission
Hungary
Hungarian Banking and Capital Market Supervision
Italy
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
Japan
Ministry of International Trade and Industry Ministry of Agriculture, Forestry and Fisheries
Korea
Ministry of Finance and Economy
Malaysia
Securities Commission
Netherlands
Securities Board of the Netherlands
Singapore
Singapore Trade Development Board
South Africa
Financial Services Board
United Kingdom
Financial Services Authority
United States of America
Commodity Futures Trading Commission

Annex A:

Guidance on Standards of Best Practice for the Design and/or Review of Commodity Contracts

Introduction

In November 1996 regulatory authorities and representatives from seventeen countries responsible for the regulation of many of the world's leading commodity futures markets met in London to discuss proposals to develop and to strengthen arrangements and practices for the supervision of these markets. They published the outcome of their discussions in a communiqué (the «London Communiqué» or «Communiqué») which set out their proposals for strengthening the oversight of commodity futures markets internationally.

The London Communiqué recognized that commodity contracts which are based on an underlying tangible commodity, whether settled in cash or by physical delivery, may have characteristics different from highly liquid financial futures contracts. This is particularly the case when supply is limited.

The Communiqué noted that the proper design of the terms and conditions of commodity contracts reduces the susceptibility of such contracts to market abuses, including manipulation, and concluded that the consideration of appropriate contract design principles by market authorities [10] complements surveillance and is a critical aspect of market integrity.

The Communiqué further noted that proper contract design also enhances the economic utility and commercial success of commodity contracts.

With respect to contract design, the London Communiqué called for the development of standards of best practice for the design and/or review of commodity contracts.[11]

During the early part of 1997 a survey of contract design practices was undertaken across the seventeen countries that had issued the London Communiqué. The results of the survey were published in June 1997 and discussed by regulators attending the London International Derivatives Week Conference. Simultaneously, the report of the Subcommittee on the London Communiqué of the Consultative Committee of the International Organisation of Securities Commissions («IOSCO»)[12] on commodity contract design was published and considered.

10. For purposes of this Guidance, the term 'market authority' may refer to a governmental regulator, a self-regulatory organization or an exchange.
11. For purposes of this guidance, the term «commodity contract» refers to futures contracts, options on futures contracts, and options for which the underlying reference interest is a physical commodity. Although, as relevant, this guidance could also be applied to contracts where the underlying interest is a financial instrument, this guidance is directed to contracts based on a physical commodity or a non-financial deliverable with finite supply. Additionally, the guidance is intended to apply to exchange-traded derivatives products and is not directed to over-the-counter products.
12. The Subcommittee was formed to offer assistance from futures exchanges and other futures industry self-regulatory organizations to government regulators participating in the London Communiqué work program. The Subcommittee published its Response to the Survey of Opinion Regarding Best Practices for Terms and Conditions of Commodity Contracts and Over-the-Counter (OTC) Commodity Futures Activity (Market Surveillance) on May 30, 1997.

The parties to the London Communiqué agreed to set up a working party[13] to develop formal guidance on standards of best practice for the design and/or review of commodity contracts. This paper sets out that guidance as a statement of best practice.

Regulators discussed the draft guidance at the Burgenstock Conference in September. Following further consultation and discussions, final guidance was published at the Tokyo Commodity Futures Regulators' meeting in October 1997.

The standards of best practice set forth herein should be considered by market authorities in the design and/or review of commodity contracts, recognizing that the manner in which these standards are applied to any given contract may vary to reflect the diversity of commodities underlying futures and option contracts and the evaluation methodologies used.

Statement of Intent

This guidance should be read in light of the following:

Authority, Process and Level of Supervision Not Addressed

This guidance does not prescribe what type of market authority – whether an exchange, another self-regulatory organization or governmental authority – should be responsible for the design and/ or review of commodity contracts or the process by which such contracts are designed or approved. In any event, the exchange typically will be accountable for contract design regardless of the regulatory review process. Rather, the intent of this guidance is to ensure that the relevant market authority takes into account the standards of best practice discussed in this guidance in exercising its design and/or regulatory review functions.

Design Standards Complement And Are Not A Substitute for Market Surveillance

Contract design standards should be viewed as a complement to and not a substitute for an appropriate market surveillance system.[14]

Even well-designed contracts can be subject to manipulation or price distortion, and appropriate market surveillance is critical to ensure market integrity.

Standards of Best Practice

– *Accountability:* the competent market authority should establish a clear framework as to design and review criteria or procedures. Market authorities should be accountable for compliance with statutory and/or self-regulatory standards and should retain powers to address and where necessary to vary the terms of existing contracts which produce manipulative or disorderly conditions. At a minimum a market authority with governmental powers should have legal or statutory powers to address contract provisions which produce manipulative or disorderly conditions.

13. The working party was chaired by the Commodity Futures Trading Commission (US) and comprised certain participants from the London Conference.
14. See Guidance on Components of Market Surveillance and Information Sharing.

- *Economic Utility:* contracts should meet the risk management needs of potential users and/or promote price discovery of the underlying commodity.
- *Correlation with Cash Market:* contract terms and conditions generally should, to the extent possible, reflect the operation of the underlying cash market and avoid impediments to delivery.
- *Settlement and Delivery Reliability:* >settlement and delivery procedures should reflect the underlying cash market and promote price convergence.
- *Responsiveness:* the views of potential market users should be taken into account in designing commodity contracts.
- *Transparency:* information concerning the contract's terms and conditions, as well as other relevant information concerning delivery and pricing, should be readily available to market authorities and to market users.

Discussion

- Accountability – The competent market authority should establish a clear framework as to design and review criteria or procedures. Market authorities should be accountable for compliance with statutory and/or self-regulatory standards and should retain powers to address and where necessary to vary the provisions of existing contracts which produce manipulative or disorderly conditions. At a minimum a market authority with governmental powers should have legal or statutory powers to address contract provisions which produce manipulative or disorderly conditions.
  Irrespective of which entity designs and/ or reviews a commodity contract, the framework governing such process should be clear, and the relevant market authority should be accountable for compliance with relevant statutory and/or self-regulatory organization standards.
  The relevant market authority should retain powers to address and where necessary to vary the provisions of existing contracts which produce manipulative or disorderly conditions.
  In addition, at a minimum a market authority that exercises governmental powers should have legal or statutory powers to address contract provisions which produce manipulative or disorderly conditions by appropriate intervention action taking account of the circumstances.[15] In this regard, nearly all respondents to the survey on contract design indicated that, whether or not they exercised approval authority in respect of initiation of a contract, they could exercise authority to suspend or to terminate trading in a contract based on market integrity concerns. It also should be noted that the mere presence of price volatility does not constitute a disorderly market.
- Economic Utility – Contracts should meet the risk management needs of potential users and/or promote price discovery of the underlying commodity.
  The design or review of commodity contracts should include a determination that the contract can meet the risk management needs of potential users and/or promote price discovery of the underlying commodity.

15. Actions affecting open positions (see Guidance on Components of Market Surveillance and Information Sharing) should be designed to minimise any impact on market operations.

The determination of economic utility may be implied – for example, from an analysis of the cash market.

The more accurately a commodity contract reflects the operation of the relevant cash market, the greater likelihood of its economic utility as a tool for hedging[16] and price discovery.

– Correlation with Cash Market[17] – Contract terms and conditions generally should, to the extent possible, reflect the operation of the underlying cash market and avoid impediments to delivery.

The price of a futures contract at expiration should reflect the value of the underlying cash commodity as specified in the terms of the futures contract, plus or minus the costs associated with making or taking delivery. For physical delivery contracts, the possibility of delivery is the market force that usually causes convergence of cash and futures markets at expiration.

Futures markets increasingly become susceptible to nonconvergence of cash and commodity prices, price disorder or manipulation when there are impediments to making or taking delivery.

Such impediments may be related to the inherent nature of the commodity (size of deliverable supply or seasonality of the commodity) or to the mechanics of the delivery process *(e.g.,* transportation requirements, costs of inspection).[18]

A high correlation between cash market prices and futures market prices may be achieved by designing the futures contract with terms and conditions which conform to the prevailing cash market commercial practi-ces of the commodity underlying the futures contract.

Accordingly, commodity contracts generally should, to the extent possible, be designed to conform to prevailing cash market commercial practices and to avoid impediments to delivery in order to reduce the likelihood of nonconvergence of cash and commodity prices, manipulation or a disorderly market. Deviations from cash market practice (which may at times be necessary) should be analyzed in light of their likely impact on orderly trading and price convergence.

Market authorities should consider, without limitation, the following cash market characteristics in designing and/or reviewing commodity contracts:[19]

1. Size and structure of the cash market.
2. Historical patterns of production, consumption and supply, including seasonality, growth, market concentration in the production chain, domestic

16. For purposes of this guidance, the term «hedging» refers to the taking of a position in a commodity contract opposite to a position held in the cash or OTC market to minimize the risk of financial and/or economic loss from an adverse price change or otherwise for risk management purposes. Conduct that is described as permissible hedging activities may differ among jurisdictions.
17. For purposes of this guidance, the term «cash market» refers to the market for trading of the product underlying the commodity contract.
18. Cases of force majeure affecting delivery should be addressed by surveillance programs (see Guidance on Components of Market Surveillance and Information Sharing).
19. For example, an exchange may determine to impose more rigorous standards where cash market practices are relatively informal. Exchanges also may offer their own dispute resolution procedures that differ from cash market conventions. Also, additional or different considerations may apply to flex or other contracts that provide less standardized, OTC-like options; this guidance is not intended to restrict such innovations.

or international export focus.
3. Extent of distribution (dispersal) of production and consumption of the cash commodity among producers, merchants and consumers.
4. Adequacy, nature and availability of supply of the cash commodity.
5. Quality or grade of cash commodity.
6. Movement or flow of cash commodity.
7. Liquidity of the cash market.
8. The cash pricing system including transparency, availability and frequency of cash pricing.
9. Price volatility.
10. The existence of price controls, embargoes or other regulation or controls affecting the price or supply of the cash market commodity.

– *Settlement Reliability – Settlement and delivery procedures should reflect the underlying cash market and promote price convergence.*
Whether settlement is by cash or by physical delivery, the settlement procedures should reflect the underlying cash market to promote reliable pricing relationships and cash/futures price convergence and to ensure that the contract is not readily susceptible to manipulation.

1. *Cash settlement*
For contracts which are cash settled, considerations should include an analysis of the reliability of the cash commodity reference price on which pricing of the contract is based, public availability and timeliness of pricing information, liquidity of the cash market and the potential for price manipulation or distortion of the price used for cash settlement.
2. *Physical delivery*
For contracts calling for delivery of the underlying product, considerations should include deliverable supplies and locations, quality or grade of the deliverable commodity, inspection and certification procedures, size of the delivery unit, adequacy (including accessibility and financial condition) of delivery points and facilities, and the delivery process (timing, storage, shipping).
If there are comparable existing derivative products in other markets and/or if the cash market is in more than one jurisdiction, consideration should be given to the availability of information from the related market authority.[20]
In order to facilitate commercial use of the market for hedging or pricing, consideration should be given to providing for alternate settlement mechanisms, such as properly structured and monitored exchange-for-physical transactions that permit settlement to be effected or delivery to be made with a different grade or quality or at a different location.

– *Responsiveness – The views of potential contract users should be taken into account in designing commodity contracts.*
The views of potential contract users should be taken into account in the design of commodity contracts.
For example, potential contract users may have special needs related to the size of the contract, the commodity grade or the conditions of delivery which, if addressed, could enhance the economic utility and commercial

20. See Guidance on Components of Market Surveillance and Information Sharing.

viability of a contract.
Markets themselves will have a commercial interest in the economic utility and viability of a contract. The regulatory interest is related to the commercial interest in that each seeks to ensure that the contract will not be readily susceptible to manipulation so as to assure a well-functioning market.

– *Transparency – Information concerning the contract's terms and conditions, as well as other relevant information concerning delivery and pricing, should be readily available to market authorities and to market users.*
Information concerning the operation of the cash market, delivery requirements (acceptable delivery instruments, delivery procedures, delivery points, etc.), pricing in the cash and futures markets and the terms and conditions of the commodity contract and related rules and procedures of the market (e.g., the minimum tick, price limits and other aspects of the contract such as speculative limits) should be readily available to market authorities and to users.

Recommendation

Each market authority should examine its current practices for the design and/or review of commodity contracts to determine the extent to which its current practices take into account the standards of best practice as set forth in this guidance.

Annex B: Guidance on Components of Market Surveillance and Information Sharing Introduction

In November 1996 the regulatory authorities and representatives from seventeen countries, responsible for the regulation of many of the world's leading commodity futures markets, met in London to discuss proposals to develop and to strengthen arrangements and practices for the supervision of these markets. They published the outcome of their discussions in a communiqué (the «London Communiqué»), which set out their proposals for strengthening the oversight of commodity futures markets internationally.

With respect to market surveillance, the London Communiqué agreed to promote the adoption of effective market oversight measures in order to detect abusive conduct and to ensure the operation of fair and orderly markets. The London Communiqué also called for improvements to information sharing arrangements, particularly in the identification of large exposures.

During the early part of 1997 a survey of market surveillance practices and information sharing arrangements was undertaken across the seventeen countries that had issued the London Communiqué. The results of the survey were published in June 1997 and discussed by regulators attending the London International Derivatives Week Conference. Simultaneously, the report of the Subcommittee on the London Communiqué of the Consultative Committee of the International Organisation of Securities Commissions («IOSCO») on surveillance of commodity futures markets was published and considered.[21]

The parties to the London Communiqué agreed to set up a working party[22] to develop formal guidance on components of market surveillance and information sharing in commodity futures markets.[23] This paper sets out that guidance as a statement of best practice. The main thrust of the guidance is

focused on exchange markets. It also covers the treatment of large exposures on these or related markets.[24]

Regulators discussed the draft guidance at the Bürgenstock Conference in September. Following further consultation and discussions, final guidance was published at the Tokyo Commodity Futures Market Regulators' meeting in October 1997.

Statement of Intent

i. This guidance seeks to set forth the fundamental precepts for regulating and conducting surveillance of markets that are common to market authorities. However as it recognises differences in the powers of market authori-ties[25] and the regulatory powers of each jurisdiction, this guidance does not seek to prescribe the formal arrangements for undertaking market surveillance or for sharing information. Each jurisdiction should deter-mine the type of oversight and components of surveillance, whether statutory or contractual or a combination of these, which is adopted for operating and regulating markets, including conducting market surveillance and sharing information with other regulators whether domestic or outside the jurisdiction.
ii. It is also important to bear in mind that market surveillance is only one mechanism used to ensure market integrity. This guidance – which also incorporates guidance on information sharing essential to such surveillance – should not therefore be treated in isolation, but considered in conjunction with the guidance issued on contract design,[26] guidance on information sharing between markets[27] and other relevant guidance .[28]

Summary of Best Practice Guidance

This guidance covers the following areas:
– *Framework for undertaking market surveillance:* each commodity futures

21. The Subcommittee was formed to offer assistance from futures exchanges and other futures industry self-regulatory organisations to governmental regulators participating in the London Communiqué work programme. The Subcommittee published its Response to the Survey of Opinion Regarding Best Practices for Terms and Conditions of Commodity Contracts and Surveillance of Commodity Markets and Over-the-Counter (OTC) Commodity Futures Activity («Market Surveillance») on 30 May 1997.
22. The working party was chaired by the Financial Services Authority, formerly The Securities and Investments Board (UK) and the Ministry of International Trade and Industry (Japan), in conjunction with the Ministry of Agriculture, Forestry and Fisheries (Japan). It comprised certain participants from the London Conference.
23. This guidance addresses the supervision of exchange markets and, as applicable, OTC markets which are directly related to the relevant exchange market. It does not offer guidance on the surveillance of OTC market activities which are unrelated to contracts dealt on an exchange. For the purposes of this guidance, references to «commodity futures markets» or «markets» are to on-exchange and related OTC markets as the context requires. Where necessary, on-exchange and OTC markets are differentiated in the text.
24. For the purposes of this guidance, the term «commodity contract» refers to futures contracts, options on futures contracts and options for which the underlying reference interest is a physical commodity. Although much of this guidance could also be applied to contracts where the underlying interest is a financial instrument, the guidance is intended to apply to physical-based commodity contracts or other non-financial deliverables with finite supply. In addition, the guidance is intended to apply to exchange-traded derivatives products and is not directed to OTC products except as expressly indicated.

market and other market authorities should have a clear framework for conducting market surveillance, compliance and enforcement activities and there should be oversight of these activities.

- *Access to and collection of information:* information should be collected on a routine and non-routine basis for on-exchange and related cash[29] and over-the-counter («OTC») markets and should be designed to assess whether the market is functioning properly. Market authorities should have access to information that permits them to identify concentrations of positions and the composition of the market. It is acknowledged that data on related cash and OTC markets may be less immediately accessible than data for exchange markets. This may be an area which requires governmental powers.
- *Analysis of information:* analysis of information should be suitable for the type of information collected and both collection and analysis of information should occur speedily.
- *Analysis of market abuse:* adequate powers and capacity should be maintained to investigate actual or suspected market abuse and there should be clarity as to what constitutes abuse.
- *Intervention powers in the market:* effective powers should be available to intervene in the market to prevent or to address abusive practices or disorderly conditions and there should be clarity as to the types of intervention which could occur.
- *Disciplinary sanctions against members of the market:* effective powers should be available to discipline market members and there should be clarity as to the types of possible disciplinary action.
- *Non-members of the market:* the relevant authority should have power to address the abusive actions of non-members of the market.
- *Information sharing:* market authorities should co-operate to share information, in particular information on large exposures. Information should be handled confidentially. Information obtained should be used solely for carrying out the supervisory responsibilities of the relevant authority and as specified in the request for information.

Framework for Undertaking Market Surveillance

1. Each commodity futures market should have a clear framework for conducting market surveillance, compliance and enforcement activities. It is essential that the framework facilitates the hands-on supervision of markets, including enforcement action. The framework should also ensure oversight of the surveillance, compliance and enforcement functions of the market.

---

25. In the context of this guidance, «market authority» means the regulator of the market, whether on-exchange or OTC, and could be a government body, self-regulatory organisation or an exchange or several of these. «Government body» could include a public prosecutor or the courts.
26. See Guidance on Standards of Best Practice for the Design and/or Review of Commodity Contracts.
27. See the proposed IOSCO publication Guidance on Information Sharing (pending November 1997).
28. See, for example: Clearing Arrangements for Exchange-Traded Derivatives, Bank for International Settlements (December 1996).
29. For the purposes of this guidance, the term 'cash market' refers to the market for trading the product underlying the commodity contract.

2. Effective arrangements should be in place to permit on-exchange and related cash and OTC activities to be analysed, when needed, on a combined basis. In particular, such arrangements should be designed to offer a prompt and comprehensive overview of a market member's or user's overall position and activities in relation to the market and to related markets.

Access to and Collection of Information

1. In physical delivery markets with finite supply, information is a critical tool for maintaining fair and orderly markets and ensuring market integrity.[30] Accordingly, market authorities should have access to information that permits them to detect and to deter abusive practices and disorderly conditions in the markets, including access to information that permits them to identify concentrations of positions and the overall composition of the market. Price volatility of itself does not necessarily constitute a disorderly market. Some of this information may have to be collected from market participants, who should be obliged to provide the information on a timely basis.[31] Where information is collected by different regulators or authorities within the same jurisdiction (for instance, in respect of on- exchange and OTC markets) effective cooperation should exist for the exchange of information between the regulators and authorities, so that they can perform their respective functions. Where necessary, specific arrangements for the exchange of information should be made. Such arrangements should, so far as possible, seek to ensure that information is obtained from the market authority that originates or can most easily provide the information. It is acknowledged that data on related cash and OTC markets may be less immediately accessible than data for exchange markets. This may be an area which requires governmental powers.
2. In respect of on-exchange transactions, a market authority should collect information on a routine and regular basis on:
   i. pricing of contracts throughout the trading day in real time;
   ii. transactional information including date of trade, commodity contract, delivery month, expiry date, buy/sell, quantity, counterparties to the contract, and price of the contract;
   iii. positions held by market members (both «whole firm» and individual trader) and market users where the size of the position is above a specified level. Information collected should identify each position holder (by name or code) down to first customer level, and the size of position, by contract month, for each position holder. The market authority should have the capability to aggregate position holder information promptly;
   iv. warehouse stocks or other deliverable supply.

3. In respect of related OTC transactions, a market authority should consider what information it should collect on a routine basis and what it should collect on an 'as needed' basis. This information could include:

30. For further information on the types of information useful to manage price readjustment or volatility in a particular contract, see the proposed IOSCO report Guidance on Information Sharing (pending November 1997).
31. In the context of this paragraph, «market participant» refers to authorised firms and members of regulated exchange markets.

i. transactional information including date of transaction, commodity interest, duration and maturity of contract, buy/sell, quantity, counterparties to the contract and price of contract;
ii. position information;
iii. delivery intentions.

For contracts other than forwards, additional information may also need to be sought on notional values, replacement cost, valuation methodology or duration of the contracts.

4. Market authorities should, for on-exchange and related OTC transactions, have authority to collect non-routine information including information from authorised firms as to users of the markets. In order to have information which would be of relevance to running an orderly market, positions held by affiliates, for customers as well as for proprietary accounts may need to be disclosed. Information may also be sought about the existence, size and nature of a related cash or OTC position (including for example whether part of a hedge,[32] arbitrage or other risk management strategy), about the granting of credit to and utilisation of credit by customers and about delivery intentions. For omnibus accounts, information as to the underlying holders may be needed.

Analysis of Information

1. Market authorities should employ methods for analysing the information which they collect which are efficient and suitable to the type of information collected. For instance, information technology and analytical systems should be employed where there is a large volume of information to be analysed. Consideration should also be given, where possible, to requiring information to be provided on-line and in standard form by market members. Standardisation of data collection across markets would, in due course, foster improved cross-border surveillance of linked international markets.
2. Speed is essential in respect of collecting and analysing information for market surveillance purposes. Market members should be required to maintain and to retain relevant records in a readily available form.

Analysis of Market Abuse

1. Market authorities should retain adequate enforcement powers and capacity to deal with abusive practices on their markets and should distinguish between those which apply to on- exchange activity and those which apply to OTC activity, as appropriate. Such powers should include:
   i. investigative powers to obtain documents (including proprietary systems and software) and to question persons involved in suspected market abuse. These powers may be shared between authorities (where, for instance, an exchange has investigative powers against its members and wider investigative powers are remitted to a govern-

32. For the purposes of this guidance, the term «hedge» or «hedging» refers to the taking of a position in a commodity contract opposite to a position held in the cash or OTC market to minimise the risk of financial and/or economic loss from an adverse price change, or otherwise for risk management purposes. Conduct that is described as permissible hedging activity may differ among jurisdictions.

ment body, including a public prosecutor or the courts);
ii. the power to intervene in the market;
iii. the power to take disciplinary action against members;
iv. the power to initiate or to refer appropriate matters for criminal prosecution.

2. Market authorities should have rules and compliance programmes to prevent or to deter abusive practices on their markets, including manipulation or attempted manipulation of the market. There should be clarity as to what constitute manipulative activities or abusive actions. The rules and compliance programmes should take account of the whole position of the market participant.
3. Specific manipulative or abusive practices which market authorities should seek to prevent include, among others:
   i. intentionally causing, or attempting to cause, artificial pricing in the market;
   ii. creating a false or misleading appearance of active trading;
   iii. intentionally disseminating false or misleading information in respect of the market;
   iv. creating a corner or squeeze, in which an abusive controlling position is accumulated in the physical and/or futures markets, forcing those holding short positions to settle their obligations, by purchase or offset or otherwise, to their detriment;
   v. abuse of customer orders;
   vi. «wash trades», involving no change of beneficial ownership;
   vii. collusive trades, which seek improperly to avoid exposure to the pricing mechanism of the market; violation of applicable position limits;
   viii. concealment of a position holder's identity.

Intervention Powers in the Market

1. Market authorities should have, and use, effective powers to intervene in the markets to prevent or to address market abuse or a disorderly market. There should be clarity as to the types of intervention which could occur. Use of such powers may be appropriate after informal efforts to encourage orderly behaviour by market participants have failed.
2. Market authorities could, among other things, employ some or all of the following measures, as appropriate to address the perceived market threat:
   i. the imposition of position limits, in particular in the delivery month;
   ii. the imposition of price limits;
   iii. calling for additional margin, either from customers or from clearing members;
   iv. ordering the liquidation or transfer of open positions;
   v. suspending or curtailing trading on the market;
   vi. altering the delivery terms or conditions.

3. Market authorities should retain emergency powers to maintain an orderly market in exceptional circumstances and should use those powers judiciously.

Disciplinary Sanctions against Members of the Market

1. Market authorities should have and use effective powers to discipline their members if an abusive practice has occurred in the market. There should be clarity as to the types of disciplinary actions which can be taken.
2. Sanctions should, amongst other things, include some or all of the following measures:
   i. warnings;
   ii. reprimands;
   iii. requiring re-training to be undertaken;
   iv. requiring restitution to be made;
   v. fines;
   vi. imposing conditions on trading;
   vii. trading prohibitions;
   viii. suspension from membership;
   ix. expulsion from membership;
   x. where appropriate, a criminal referral.

Non-Members of the Market

1. The relevant authority should have power to take action against non-members of exchange markets if they have engaged in abusive or manipulative practices, or are suspected of doing so. It is anticipated that these powers will usually be embedded in statute and would be exercised by a government body, including a public prosecutor or the courts.
2. In addition, market authorities should be able to intervene in the market to address or to prevent an abuse by non-members, using appropriate measures – through members – such as raising the level of margin, imposing trading limits and liquidating positions. Intervention action should be timely.

Information Sharing

1. Market authorities should cooperate with one another, both domestically and outside the jurisdiction, to share information for surveillance and disciplinary purposes. In particular market authorities should be able to share information on large exposures in linked markets and on supplies relative to these markets. These arrangements should take account of guidance issued in respect of information sharing[33] and of existing Memoranda of Understanding, in particular the agreements executed at Boca Raton in March 1996.
2. Market authorities should keep confidential requests for information and details of information exchanged. Market authorities should use no less care in handling information received from another regulator than they would employ to protect the confidentiality of equivalent domestic information. The passing of non- public information by a requesting market authority to another market authority may be conditioned on the requested authority being satisfied as to the obligation of each such

33. See, for example, IOSCO publications: Principles for Memoranda of Understanding (September 1991), Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market Disruption (October 1993) and Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures (March 1996).

authority to maintain an equivalent level of confi-dentiality.

3. Information shared between market authorities should be used solely for carrying out the supervisory responsibilities of the requesting market authority. A request for information should indicate precisely the reason for the request. Such information should not be used contrary to conditions relating to the use of that information by the requested market authority to give effect to laws, rules or regulations in force in the requested authority's jurisdiction.
4. Market authorities should, in principle, be prepared to share the following types of information with other market authorities on a routine basis, as requested:
   i. specification details of each commodity contract;
   ii. details of market regulations such as position limits and price limits;
   iii. details of delivery rules and procedures;
   iv. general details about the range of market information collected and analysed;
   v. details of designated warehouses;
   vi. contact names in respect of each market.

5. When a specified concern exists about a potential abuse of a market, market authorities should be prepared to provide the following additional information, as appropriate, to market authorities in related markets, whether domestic or outside the jurisdication, promptly and comprehensively:
   i. details of members' positions;
   ii. details of large positions held by members and users of the market. Information should be made available in respect of on- exchange, related OTC and cash positions;
   iii. inventory levels and locations of delivery stocks;
   iv. changes to position limits;
   v. additional margin calls.

Recommendation

It is recommended that each market authority should review their market surveillance and information sharing arrangements and seek to ensure that this guidance is put into effect. Market authorities should also seek to participate in and make use of the arrangements for sharing information which are set out in the Boca Raton Declaration..

London Communiqué on Supervision of Commodity Futures Markets

>Representatives of regulatory authorities from seventeen countries responsible for supervising commodity futures markets (collectively «the authori-

ties»?) met on November 25 and 26 in London in the United Kingdom to address the oversight of commodity futures markets and issued the following:

London Communiqué on Supervision of Commodity Futures Markets

The authorities recognised that:

- there have been significant developments affecting international commodity markets, such as the liberalisation of trade policies and capital flows, an increase in privatisation initiatives, and the diminution of price supports;
- these developments have implications which include the creation of new demands for the international use of commodity futures contracts as a means of managing price risk;
- commodity contracts which are based on an underlying commodity, and which settle in cash or by physical delivery, have characteristics different from highly liquid financial futures contracts; this is particularly the case when supply is limited, subject to relatively high production, transportation, storage and delivery costs, subject to seasonal shortages, or subject to long production lead times;
- the potential for market integrity concerns is compounded by the increasingly global nature of commodity pricing, production, storage and delivery facilities and the diverse regulatory treatment of these facilities;
- market authorities[34] must take steps to address the international supervisory implications of the above developments, including their implications for market integrity, market surveillance, supervisory cooperation, international systemic risk, and for confidence in the markets.

The authorities further recognised the substantial progress that has been achieved in other international fora with respect to market supervision and cooperation and the relevance of such developments to this meeting's agenda. The Authorities noted, however, that no forum to date has addressed the particular concerns raised by markets whose underlying product is a physical commodity.

The authorities addressed on a multilateral basis the special concerns raised by commodity futures markets and identified where further work could enhance their ability to supervise the markets subject to their respective jurisdiction, in particular in the following areas:

- Contract specifications
- Market surveillance; and
- Information sharing and cooperation.

I The authorities reached the following points of consensus

- That the proper design of commodity contracts
  - not only enhances their economic utility but also is a critical aspect of market integrity in that proper design reduces the susceptibility of such contracts to market abuses, including manipulation;
  - complements but is not a substitute for an appropriate market surveillance programme.

34. The term «market authorities» for the purposes of this Communiqué includes regulatory entities, markets and/or self-regulatory organisations.

- That an active and effective market surveillance programme by the market regulatory authorities
  - is essential to ensure that commodity futures markets operate in a fair and orderly manner;
  - should be designed to detect, to prevent, to take corrective action with respect to, and to punish abusive conduct and should be supported by appropriate regulatory measures;
  - requires that market authorities have access to necessary information, subject to appropriate confidentiality provisions;
  - should be designed to address cash market conditions.

- That market authorities of related markets should share to the extent permitted by their laws, rules and regulations surveillance information to manage a market disruption and should designate contact persons for such purposes.
- That regulatory measures which facilitate the identification of large exposures should be developed. These measures may involve access to information relating to persons holding or controlling such large exposures and their related derivatives, over-the-counter and cash market positions. These measures may also involve access to information on deliveries.
- That information may be necessary (1) about the normal operation of markets; (2) when strong concerns exist about potential abusive conduct; or (3) when corrective actions or sanctions may be warranted.
- That the information shared should be obtained for the regulatory purposes of the requesting market authority only and should not be used for any other purposes.
- That market authorities will keep confidential the request for information and information exchanged, consistent with the needs including the laws and regulations in force in the jurisdiction of the requested authority and with the domestic laws and regulations in force in the jurisdiction of the requesting authority. In no event will they use a degree of care less than that employed to protect the confidentiality of equivalent domestic information.

II The authorities agreed to promote

With respect to contract design:

- The consideration of appropriate contract design principles by relevant market authorities to ensure that the terms and conditions of commodity contracts, including cash settlement terms, if applicable, minimise the susceptibility of such contracts to abusive conduct.
- Clarity as to criteria and procedures for review and/or approval of contract design.

With respect to market surveillance:

- The adoption of effective market oversight measures which permit the monitoring of compliance with relevant laws, rules and procedures and the implementation of such measures to detect abusive conduct and to ensure a fair and orderly market.
- The development of regulatory measures which facilitate the identification

of large exposures for surveillance purposes.
- Clarity as to (1) the types of activities which can impair the orderly operation of commodity markets, (2) measures for detecting and preventing abusive conduct, and (3) the types of intervention and sanctions authorised under relevant laws, rules and procedures.
- The adoption of rules and procedures that authorise a market authority to intervene in a market situation and, if necessary, to punish abusive conduct.
- Greater availability of information on prices, open interest and deliveries.

With respect to information:

- Greater cooperation among market authorities in the sharing of relevant information concerning the supervision of their respective markets, both on a routine basis and as needed, and to promote communication among relevant personnel.
- Clarity of procedures for access to information by market authorities.

III The authorities recommended that further work should be Undertaken to consider

With respect to enhancing clarity of existing practices and procedures:

- A survey of the status and types of existing and planned commodity futures markets and of the practices and procedures concerning the review by market authorities of contract terms and conditions.
- A survey of (1) existing practices and procedures with respect to market surveillance, (2) who is responsible for specific surveillance functions, (3) the types of surveillance information which market authorities may obtain, including end-user information, and (4) who has the authority to collect and to use such information.
- A survey of existing regulatory powers to adopt measures designed to prevent or to inhibit abusive conduct and a survey of the prohibitions of such conduct.

With respect to contract design:

- The development of standards of best practices for the design and/or review of commodity contracts.

With respect to market surveillance:

- The development of guidance on techniques for market surveillance intended to detect and to prevent abusive conduct.
- The development of procedures to identify large exposures, including, where practicable, means to obtain information on the related derivatives, over-the- counter and cash market positions of traders.

With respect to information sharing:

- An examination of existing arrangements, such as the Declaration on Cooperation and Supervision of International Futures Exchanges and

Clearing Organisation, to assess the extent to which such arrangements facilitate the sharing of information for purposes of detecting and preventing abusive practices and other disruptions on commodity markets. In conducting this examination, particular reference should be made to the considerable work accomplished by the International Organisation of Securities Commissions in developing principles and methodologies for information sharing among market authorities..

- The support of efforts to categorise and to prioritise the information which market authorities may wish to share during specific market events, such as the possibility of market manipulations, and otherwise to facilitate international information sharing.
- The support of efforts to provide certain up-to- date public information about the contracts, rules and procedures of commodity markets through a vehicle such as the Internet.
- The prompt designation by each market authority of a contract person to communicate necessary surveillance information.

Work Programme

It was agreed that the work will be undertaken immediately by two working parties drawn from the participants in the meeting. The first working party will address issues arising from contract designThe second will address concerns relating to market surveillance and information sharing. The working parties will consult interested parties as necessary. It is the intention that the work will be completed within 12 months and a further meeting will be convened in Japan at that time.

Vedlegg 2

Praksis og risiko ved oppgjør av derivater

Et sammendrag av to rapporter fra Baselkomiteen Clearing Arrangements for Exchange-traded Derivatives. 1977 OTC derivatiees: Settlement Procedures and Counterpary Risk Management. 1998 Bank for International Settlement (BIS)

1 Innledning

Her gis en oppsummering av hovedpunkter fra to rapporter utarbeidet av Bank for International Settlements (BIS) om praksis og risiko ved oppgjør av derivathandler. Den første rapporten kom i 1997 og tar for seg oppgjørsordninger for derivater handlet over børs med etterfølgende clearing[35] . Clearing er en beteknelse på prosessene hvor innrapporterte kjøps- og salgsmeldinger kobles og deretter lages det en avrekning som går til oppgjør. Den andre rapporten kom i 1998 og drøfter tilsvarende for otc-derivater[36] . Otc-(Over The Counter) derivater er mer eller mindre individuelt tilpassede produkter som ikke omsettes over børs, men normalt gjennom store finansinstitusjoner, og som normalt ikke cleares.

2 Oppgjørsordninger for derivater handlet over børs

2.1 Om derivatene og betydningen av oppgjør

Med finansielle derivater kan aktører separere ut økonomiske risikoer og håndtere dem separat. Det er mulig når det finnes likvide marked for derivater omsatt på børs som raskt gir muligheter for å stenge risikoposisjoner i andre markeder. Derivatmarkedet er derfor blitt en viktig del av den finansielle infrastrukturen.

Det daglige gjennomsnittlig pengeoppgjøret av derivater er beskjedent sammenliknet med pengeoppgjøret i betalingssystemet og pengemarkedene. Ved store prisendringer i finansmarkedet, har imidlertid omsetningen vært flere ganger større enn gjennomsnittet. Dette kan føre til et betydelig likviditetspress på aktørene som dermed blir ekstra avhengige av å motta likviditet fra andre, også clearingsentraler, til rett tid.

I perioder med markedsstress kan systemforstyrrelser utløses av en mulig redusert likviditet i derivatmarkedene eller av aktørenes evne til å gjennomføre et oppgjør. Prisbevegelser på grunn av redusert likviditet i derivatmarkedene kan gi betydelige tap for aktører i andre markeder som har forutsatt at risikoposisjoner raskt kan lukkes ved handel i derivatmarkedet. Problemer kan derved spres mellom markeder, og om en clearingsentral ikke klarer

35. AClearing arrangements for exchange-traded derivatives@. Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries, Basel 1997.
36. AOTC derivatives: Settlement procedures and counterparty risk management@. Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries, Basel 1998.

å gjennomføre oppgjør kan det få virkning for hele systemet. Den finansielle styrken til en clearingsentral er derfor svært viktig.

Prosedyrene for risikohåndtering som sentralene har implementert, har i praksis vist seg å være ganske effektive. Det har vært relativt få tilfelle av insolvens blant sentralenes deltakere. Det er ikke meldt om tilfelle der oppgjørsbankene er blitt insolvent, og clearingsentralene har hele tida klart å møte sine forpliktelser. I de tilfellene man har hatt ekstreme prisbevegelser kan imidlertid uroen ha blitt forsterket av at aktørene kan ha vært usikre på om en clearingsentral ville klare å gjennomføre et oppgjør.

Generelt er det ikke mulig å sikre seg fullstendig mot risiko. Alle prosedyrene har sine særlige svakheter, men styrke ved én prosedyre kan i en viss grad veie opp for svakheter i en annen. De svakhetene som omtales under, er hver for seg neppe tilstrekkelige til å utløse insolvens i en clearingsentral. Slik fare kan foreligge om flere prosedyrer rammes av svakheter samtidig. Det viktigste vil særlig være ekstreme prisbevegelser som ligger utenfor marginberekningene, og som medfører insolvens hos en clearingdeltaker.

2.2 Organisering av handel og oppgjør av børsomsatte derivater

En clearingsentral foretar clearing og forbereder oppgjør av derivathandler inngått på en eller flere børser. Sentralen kan være organisert på ulike måter. Noen clearingsentraler eies av børsene de avrekner for, andre er sjølstendige institusjoner.

De fleste clearingsentraler for børsomsatte derivater i G10 landene trer inn som sentral motpart for kjøper og selger. Dette innebærer at når kjøper og selger har inngått en avtale, vil det etableres to nye avtaler der clearingsentralen trer inn som motpart for både kjøper og selger. Motpartsrisikoen som kjøper og selger har på hverandre, overføres dermed til motpartsrisiko på clearingsentralen. Et viktig forhold er tidspunktet når sentralen trer inn som motpart. I en del clearingentraler skjer dette først når handelen er koblet (kjøper og selgers ordre kontrolleres for å se at de er sammenfallende) eller når handelen er akseptert og overført på sentralens bøker. Fram til dette er kjøper og selger eksponert for motpartsrisikoen på hverandre. Dette kan være problematisk når børsene krever at handler skal utføres til best mulig pris, slik at kjøper og selger ikke kan avgjøre hvem de vil handle med. Hvis clearingsentralen ikke garanterer at den vil tre inn som motpart i alle handler etablert på denne måten, vil den i praksis tvinge kjøper og selger til å bære motpartsrisiko på hverandre (en ukjent motpart) fram til handelen blir registrert på sentralens egne bøker.

For å håndtere risikoen som sentral motpart, setter clearingsentralene krav som børsmedlemmene må oppfylle for å bli direkte deltaker i clearingsentralen. Børsmedlemmer som ikke klarer å oppfylle kravene må få sine handler avreknet gjennom en direkte deltaker. Aktører som ikke er medlem på børsen, må handle gjennom et børs-medlem.

Det rettslige forholdet mellom clearingsentralen og dens direkte medlemmer er et vanlig kontraktsforhold der hver av partene er ansvarlige for sin egen oppfyllelse av kontrakten. Forholdet mellom direkte medlemmer og deres kunder vil ofte være av tilsvarende karakter, men i en del tilfelle kan det ha karakter av et mellommannsforhold. I noen tilfelle kan forholdet være basert på avtaler som det rettslig sett kan være vanskelig å klassifisere, og hvor ordningens rettslige status dermed kan være mer uklar. Clearingsen-

tralen har gjerne gjort det klart at den ikke anser seg for å ha noe kontraktsforhold til medlemmenes kunder.[37]

Et viktig punkt er at sentralen er tilknyttet én eller flere banker som står for pengeoppgjøret. Oppgjørsbankene vil normalt tilby likviditetslån slik at avviklingen av oppgjøret ikke skal stoppe opp ved likviditetsmangel hos deltakerne, mot større eller mindre grad av sikkerhet. Ofte benyttes sentralbanken, men åpningstider og vilkår for kontohold og likviditetslån kan noen ganger gjøre det mer hensiktsmessig å benytte en eller flere private banker. Private oppgjørsbanker rapporteres å ha lengre åpningstider og større villighet til å gi usikrede intradag likviditetslån. I Norge benyttes Norges Bank som oppgjørsbank og Norsk Oppgjørssentral (NOS) som er clearingsentral for derivatkontrakter, har konto i sentralbanken.

2.3 Risiko i clearingsentraler

2.2.3.1 Markedsrisiko

Markedsrisiko er risiko for prisendringer i markedet som påvirker verdien av porteføljen. En clearingsentral som går inn som sentral motpart vil ikke ha noen markedsrisko. For hver kreditposisjon vil det være en debetposisjon og vise versa.

2.2.3.2 Gjenanskaffelsesrisiko

Dette er risiko forbundet med at én av partene ikke oppfyller overfor clearingsentralen. Sentralen må i slike tilfelle ut i markedet og kjøpe det som den misligholdene deltaker skulle levert til sentralen og som sentralen er forpliktet til å levere til den andre parten. Det vanligste er at dette skjer på grunn av insolvens, men vanlig kontraktsmislighold kan også forekomme.

For futures er det vanligvis ingen gjenkjøpsrisiko ved avtaleinngåelsen fordi avtalen normalt inngås til markedspris. Etter hvert som tida løper fram mot forfall, vil markedsprisen kunne ha beveget seg bort fra den avtalte prisen og sentralen blir eksponert for differansen. For opsjoner er det annerledes. Betales premien på forskudd, har sentralen ingen risiko mot den som erverver opsjonen ved utstedelsen. Hvis sentralen utbetaler premien til utsteder, blir sentralen eksponert mot utsteder for verdien av opsjonspremien (gjenanskaffelseskostnaden hvis utsteder ikke oppfyller). Etter hvert som tida løper fram mot forfall, kan markedsverdien av opsjonen ha endret seg. Hvis opsjonen er blitt mer verdt blir sentralen ytterligere eksponert for eventuell manglende levering fra utsteder. Hvis verdien går ned kan sentralen bli eksponert mot erverver dersom opsjonspremien ikke er betalt på forhånd.

2.2.3.3 Likviditetsrisiko

Risiko i tilknytning til at en part ikke leverer i tide. Sentralen må i slike tilfelle raskt kunne gjenanskaffe det som uteblir. Av hensyn til sentralens omdømme er det uhyre viktig at sentralen er i stand til å oppfylle sine kontrakter ved forfall.

37. Merk at vanlig internasjonal praksis er at mellommennene deltar i clearingen mens investorene har kontraktsforhold til mellommennene. I Norge deltar investorene direkte i clearingen.

2.2.3.4 Oppgjørsrisiko

Oppgjørsrisiko er risiko ved oppgjør av kontrakter der det ikke er etablert tilfredsstillende ordninger som sikrer at overføring av betaling bare skjer mot overføring av underliggende og motsatt (dvp). For kontrakter med finansielt oppgjør er dvp-ordninger vanlig, mens slike ordninger ikke alltid er etablert for kontrakter som gjøres opp med fysisk levering.

2.2.3.5 Oppgjørsbankrisiko

Ved bruk av private banker vil det alltid være en fare for at oppgjørsbanken blir insolvent. Ved bruk av sentralbanken som oppgjørsbank blir denne risikoen eliminert.

2.2.3.6 Investerings/plasserings-risiko

Når oppgjørssentralen plasserer egne finansielle resurser (aksjekapital, reserver med videre.) som typisk er investert for å veie opp for operasjonelle kostnader.

2.2.3.7 Operasjonell risiko

Mangler ved system, kontrollprosedyrer, menneskelig svikt, svindel og liknende som kan medføre kreditttap og likviditetssvikt.

2.2.3.8 Juridisk risiko

Risiko for at lovreguleringa ikke støtter opp om avtaler og liknende som partene har inngått. Særlig knyttet til at clearing herunder motrekningsavtaler (netting) ikke står seg i konkurs, konkursboets valgrett med hensyn til hvilke kontrakter det vil tre inn i, uklare spørsmål med hensyn til hvilket lands rettsregler som kommer til anvendelse med videre.

2.2.3.9 Systemrisiko

Risiko forbundet med at svikt hos en stor og viktig aktør fører til problemer for andre deltakere, og at dette skaper forstyrrelser i det finansielle system.

2.4 Risikohåndtering i clearingsentraler, særlig med hensyn på insolvens hos en deltaker og oppgjørsbankrisiko

2.2.4.1 Medlemsskapsbetingelser

Clearingsentralene setter strenge krav til en deltakers kredittverdighet og krever vanligvis at medlemmet skal være underlagt offentlig tilsyn og kapitaldekningskrav. Det er ikke uvanlig at sentralen setter enda strengere krav til kapitaldekning, og enkelte følger løpende med på denne og deltakerens eksponering i sentralen. Medlemsskapsbetingelsene inneholder også bestemmelser med krav til deltakerenes systemer og rutiner, blant annet frister for oversendelse av data og krav til deltakerenes reserveløsninger. Ved alt for strenge medlemsskapsbetingelser vil antall medlemmer kunne bli så lavt at eksponeringen på hver deltaker blir betydelig. Det kan i seg sjøl kan øke risikoen.

På grunn av vanskeligheter med å få tilgang til relevant informasjon, er det begrenset hva sentralene kan oppnå ved bruk av medlemsbetingelser. Offentlige kapitalkrav vil ikke (og er normalt heller ikke ment å skulle) dekke tap fra enhver følge av endringer i markedet. Sjøl i tilfelle hvor kapitalkravet er tilstrekkelig, vil deltakeren ofte ikke være tilstrekkelig likvid til å kunne oppfylle sine forpliktelser innenfor korte tidsfrister for oppgjør. Kapitaldekning rapporteres månedlig og det kan skje store endringer mellom hvert rapporteringstidspunkt. I tillegg vil aktørene kunne ha posisjoner i flere markeder i ulike land som gjør det vanskelig å få full oversikt over foretakets totale eksponering. Det er særlig vanskelig å få informasjon om otc-derivater. For å forenkle innsamling av informasjon om deltakere, er det utviklet en avtale om informasjonsutveksling mellom 49 børser i 18 land og mellom tilsynsmyndigheter fra 14 jurisdiksjoner. Det er foreløpig ikke iverksatt konkrete prosedyrer for dette.

2.2.4.2 Marginsikkerhet

Alle deltakere må stille sikkerhet for kontraktsverdien på avtaletidspunktet (marginsikkerhet eller initial margin). I tillegg må det stilles løpende marginsikkerhet for variasjon i markedsverdien på futureskontrakter (variasjonsmargin). Enkelte sentraler krever også løpende marginsikkerhet for utstedte opsjoner. Sikkerheten marginbetalingene gir, er avhengig av en rekke faktorer som beregningsprosedyrene, hvor stor andel av et potensielt tap det kreves margin for, prisstabiliteten og likviditeten på sikkerheten som aksepteres, hvor ofte marginene bereknes og inn/utbetales o.a. Vanligvis bereknes marginene på slutten av dagen, men noen foretar også rutinemessige beregninger i løpet av dagen og krever inn tilleggsmarginer. I noen systemer kreves tilleggsmarginene inn rutinemessig, mens det andre steder skjer etter en konkret vurdering. Uavhengig av når på dagen marginene kreves innbetalt, kan penger overført gjennom betalingssystemet eller eventuelt verdipapirer som stilles som sikkerhet, ofte ikke være endelig overført til sentralen før dagen etter. Dersom en deltaker skulle gå konkurs før margininnbetalingene er endelig mottatt, vil den ikke dekke den aktuelle posisjonen.

Marginberekninger er vanskelig, særlig når en ønsker å ta hensyn til den all risiko og samvariasjoner mellom ulike produkter. I tillegg har få clearingsentraler kontroll med intradag eksponeringer og ingen har realtidskontroll. Marginsikkerhet er heller ikke bereknet for å dekke enhver endring i markedet, og den bereknes vanligvis med en tidshorisont på én dag: På slutten av en dag D bereknes endringer i posisjoner etter slutten av forrige dag D-1. Marginbetalingene bereknet på slutten av dag D vil først forfalle på dag D+1. Det innebærer at endringer i posisjoner fra utløpet av D-1 og fram til D+1 når margininnbetalingene forfaller, er uten marginsikkerhet. Tilsvarende gjelder for eventuelle nye posisjoner deltakeren har ervervet i samme tidrom. I en del tilfelle har man muligheter for å følge deltakerens posisjoner i realtid over skjermbaserte systemer, og i tillegg mulighet for å kreve intradag marginsikkerhet.

2.2.4.3 Insolvensprosedyrer

Et sentralt spørsmål ved insolvens er hvor raskt posisjonene kan lukkes. Jo lenger tid en insolvent deltakers posisjon får stå åpen, desto større er clearingsentralens kreditteksponering. De fleste systemer er basert på at det vil gå

raskt å stenge eller overføre posisjonene til en insolvent deltaker og mange har derfor ikke tilstrekkelig beredskap eller rutiner for situasjoner der dette ikke er tilfelle. Under enhver omstendighet vil clearingsentralen i de fleste tilfelle ikke kunne begynne å lukke (close out) den insolvente deltakers posisjoner før etter utløpet av dagen insolvensen registreres. Tida som går med, vil avhenge av hvor store posisjonene er og hvor likvid markedet er etter at deltakerens insolvens inntrer. I tillegg må det tas hensyn til at den insolvente deltaker kan ha inngått nye posisjoner etter at marginsikkerheten ble beregnet og fram til insolvensen blir registrert. Hvis sentralen automatisk går inn som sentral motpart vil den være eksponert for disse posisjonene uten å ha marginsikkerhet. Det må også tas høyde for at det kan være rettslige begrensninger for hvor raskt pant med videre. kan realiseres. Den ekstra tida som eventuelt løper vil kunne øke kredittekspo neringen på deltakeren og markedsrisikoen på sikkerheten som er stillet.

2.2.4.4 Bunnsikkerhet

I tillegg til marginsikkerhet, krever de fleste clearingsentraler at det stilles en bunnsikkerhet. Disse midlene stilles kollektivt til disposisjon for å kunne møte sentralens forpliktelser hvis en eller flere medlemmer blir insolvent. Sikkerhetene kan ha ulike former, som for eksempel innskudd, pant, garantier med videre., og ikke alle er like likvide. Det er vanskelig å kvantifisere behovet for kapital i tilfelle ei krise, og clearingsentralens egne resurser kan vise seg å være utilstrekkelige eller ikke tilstrekkelig likvide.

2.2.4.5 Investeringsrisiko

Risiko knyttet til plassering av bunnsikkerheten. Sentralene stiller strenge krav til plassering av egne midler for å redusere denne risikoen. Man vurderer nøye kredittverdighet og plasserer hovedsakelig i korte papirer. I tillegg blir investeringene diversifisert.

2.2.4.6 Posisjonsgrenser

Nesten alle sentraler eller børsene de avrekner for, setter grenser for deltakernes åpne posisjoner. Hensikten er imidlertid ofte begrenset til å forhindre at en deltaker kan manipulere markedet. I en del tilfelle er de imidlertid også rettet mot deltakernes eksponering mot sentralen og inngår i forbindelse med rutinemessig overvåking av deltakernes posisjoner.

2.2.4.7 Svikt i oppgjørsbanken

Denne risikoen kan elimineres ved bruk av sentralbanken som oppgjørsbank. Ved bruk av private oppgjørsbanker kan risikoen reduseres ved å spre oppgjøret på flere banker. Videre kan risikoen reduseres ved å anvende strenge vilkår ved valg av oppgjørsbanker, bruk av prosedyrer som begrenser eksponeringen mot en oppgjørsbank både med hensyn til beløp og tidsrom, og tilstrekkelige interne resurser til å møte en eventuell insolvens.

Eksponeringen på en oppgjørsbank kan være betydelig Den avhenger av hvilke beløp sentralen har utestående hos deltakere som benytter oppgjørsbanken, når insolvensen inntrer og avtalen mellom oppgjørsbanken, sentralen og deltakerne. Eksponeringen blir størst hvis insolvensen inntrer etter at sentralens konti i oppgjørsbanken er kreditert og deltakernes betaling ansees

frigjørende. I slike tilfelle blir avtalen mellom sentralen og oppgjørsbanken avgjørende. Motrekningsvilkår kan åpne for at sentralens forpliktelser til deltakere kan motreknes mot de samme deltakeres forpliktelser til sentralen. Det finnes også eksempler på at ved insolvens hos en oppgjørsbank, vil de øvrige oppgjørsbankene i systemet som skulle motta sentralens penger, ha risikoen.

Ved bruk av flere oppgjørsbanker blir det nødvendig å overføre midler mellom disse bankene og dette øker tidsrommet hvor sentralen er eksponert mot banken. Ved bruk av bare en enkelt bank vil muligheten for motrekning redusere eksponeringen samtidig som overføringene er endelige i det de gjennomføres.

2.2.4.8 Operasjonell risiko

Risiko for svikt i tekniske systemer, rutiner og prosedyrer. For å begrense denne risikoen er det vanlig med backuprutiner og reservesystemer. Videre gjøres det mye for å sikre seg ansatte med høy kompetanse og dyktighet.

2.2.4.9 Pengeoppgjørssystemer

Disse kan i seg sjøl representere en risiko. Oppgjør innenfor én oppgjørsbank vil normalt være endelige når betalingene er postert. I en privat bank vil dette kunne skje umiddelbart, mens i mange sentralbanker, herunder Norges Bank, skjer dette først i et utsatt nettooppgjør som kjøres én gang i døgnet etter åpningstid. Betalinger fra deltakerne til clearingsentralen vil ikke være endelige før oppgjøret er gjennomført, og dersom en deltaker ikke skulle greie å møte sin nettoforpliktelse må clearingen justeres og én eller flere handler trekkes ut. Dette kan gi likviditetsproblemer for andre deltakere. Det norske systemet er litt annerledes. Etter at NOS har foretatt sin clearing blir nettoposisjonene for pengeforpliktelsene oversendt Norges Bank til oppgjør. NOS stiller garanti for eventuelle deltakere som ikke innbetaler til rett tid, og har dermed en risiko på bankene som har debetposisjoner i avrekningen som sendes til Norges Bank.

I følge rapporten er det ikke uvanlig at det foretas midlertidige posteringer i tillit til at nettoclearingene vil bli gjennomført som normalt. Dersom clearingen må reverseres kan dette føre til uventet likviditetspress for de aktørene som har disponert i tillit til foreløpige posteringer. I tida fra en foreløpig postering er mottatt til den blir endelig, vil sentralens eksponering på deltakeren kunne øke som følge av flere handler og endringer i markedspriser. Hvis insolvens først inntrer når nettoposisjonen i betalingsoppgjøret skal innfris vil dette kunne medføre et betydelig likviditetspress på sentralen (som da må tilbakeføre den midlertidige posteringen). Innføringen av realtidsoppgjør (RTGS) og muligheter for flere nettooppgjør i løpet av døgnet vil gi muligheter for henholdsvis å eliminere eller redusere denne risikoen.

I tillegg til at det er viktig å ha full klarhet i hvilke posteringer som er midlertidige og hvilke som er endelige, må man også være oppmerksom på at det kan være uklare ansvarsforhold mellom deltakerne i oppgjørsprosessen hvis en deltaker blir insolvent.

2.5 Tiltak mot risiko i clearingsentraler

2.2.5.1 Stresstester

Marginberekninger tar utgangspunkt i forventet prisendring over beregningsperioden. Dette medfører at ekstreme prisendringer som ligger utenfor det modellene er basert på, er blant de risikoer clearingsentraler er særlig utsatt for. Sentralene baserer seg på at egenkapital og annen sikkerhet er tilstrekkelig til å dekke inn posisjoner utover hva det er krevet marginer for.

Ved å gjennomføre regelmessige stresstester hvor man berekner utslag av ekstreme prisendringer, vil man få et bedre bilde av hvor god dekning sentralen faktisk har. Om lag halvparten av sentralene i G10 landene gjennomfører slike tester, og i noen tilfelle benyttes resultatene til å kreve inn ytterligere marginsikkerhet. Enkelte benytter resultatene til å vurdere størrelsen på sentralens egne sikkerheter. I rapporten antas det at slike tester vil kunne gi et betydelig bidra til å møte sentralenes sårbarhet for prisskift.

2.2.5.2 Økt intradag risikohåndtering

Det er vanlig at sentralene baserer risikohåndteringen på ett oppgjør pr dag, og vanligvis på grunnlag av posisjoner fra dagen før. Utviklingen innen systemer for handel, clearing og oppgjør (både på børs, i clearingsentraler og betalingssystemene), vil etter hvert gjøre det mulig å foreta intradag berekninger av posisjoner og marginkrav. Dette vil kunne bidra til å redusere sentralenes kreditt- og likviditetseksponering.

Flere sentralbanker introduserer muligheter for realtidsoppgjør (RTGS) og flere nettooppgjør pr dag med endelig virkning i løpet av dagen. Dette gjør det mulig for clearing- og oppgjørssentraler å kreve inn marginsikkerhet i løpet av dagen. I takt med at den nødvendige lovgivning kommer på plass, er det etter hvert også flere verdipapiroppgjørssentraler som tilbyr tilsvarende tjenester for oppgjør av verdipapirer. Videre arbeides det med lovgivning som gir muligheter for etablering av pant i sann tid. Dette vil gjøre det mulig for sentralene å etablere pant med rettsvern gjennom dagen.[38]

Disse mulighetene kan benyttes til rutinemessig kontroll for å redusere clearingsentralens eksponering over natten. Alternativt eller i tillegg, kan løpende kontroll gi grunnlag for individuell vurdering ved store eksponeringer på en eller flere deltakere. Det rapporteres om én clearingsentral som vurderer å sette individuelle eksponeringsgrenser for alle deltakere som en prosent av ansvarlig kapital. I tillegg kreves det inn margin for overskytende eksponering.

Det er imidlertid verdt å merke seg at mens løpende kontroll i sann tid er mulig både i interbankoppgjør og i verdipapiroppgjør, er dette prinsipielt ikke mulig for derivatoppgjøret. Dette skyldes at sentralene ikke har oversikt over handlene deltakerne til enhver tid inngår på børsen og hvor sentralen er forpliktet til å gå inn som sentral motpart. For å oppnå realtidskontroll måtte det være mulig å avvise handler som økte deltakernes eksponering utover en ramme fastsatt av sentralen. Slik er det i verdipapiroppgjøret der handler kan legges i kø i påvente av sikkerhet for oppgjør. Verdien av derivatkontraktene er dessuten avhengig av utviklingen i markedet. Det innebærer at sjøl om man skulle få realtidskontroll med alle åpne posisjoner, vil man være sårbar for

38. I EØS-området forutsettes dette gjennomført innen 11.12.99 gjennom implementering av oppgjørsdirektivet.

markedsendinger fram til man får dekket inn posisjoner gjennom margininnbetalinger. Det er imidlertid mulig å redusere tidsrommet sentralen er eksponert.

De nye systemene gir muligheter for betydelig bedre likviditetsstyring, men det forutsetter at deltakerne er i stand til å håndtere krav om intra dag margininnbetalinger ved store prissjokk. Hvis de ikke er det vil intradag marginkrav kunne gjøre situasjonen verre enn i dag.

2.6 Spesielt om grensekryssende handler gjennom clearingsentraler

2.2.6.1 Kontrakter og sikkerhet i utenlandsk valuta

Ved oppgjør i fremmed valuta vil sentralen ofte benytte en eller flere korrespondentbanker. Alternativt kan sentralen ha valutakonti hos banker i eget hjemland som har korrespondentforbindelser i utlandet. I begge tilfelle vil dette kunne føre til at overføringer tar lengre tid på grunn av tidssoneforskjeller, tida som går med til sjølve overføringen og bekreftelser av dem.

Realisering av sikkerhet i annen valuta enn kontrakten lyder på, kan være vanskelig også fordi det i tillegg vil kreve en vekslingoperasjon. Slik sikkerhet kan derfor være mindre likvid. Ved fysisk levering av underliggende kan det være problemer med å foreta et ordnet dvp-oppgjør.

2.2.6.2 Utenlandsk deltaker

I prinsippet kan de samme medlemsskapsbetingelser benyttes overfor et utenlandsk selskap. I praksis vil det imidlertid kunne være enda vanskeligere å få tak i og kontrollere nødvendig informasjon. Utveksling av informasjon mellom tilsynsmyndigheter er for eksempel ikke alltid avtalt, og det kan være vanskelig å vurdere garantier fra et utenlandsk morselskap.

Hvis en utenlands deltaker går konkurs, vil boet kunne bestride sentralens rett til å realisere sikkerheter med videre under deltakerens hjemlandsregler for insolvens.

2.2.6.3 Lenker til utenlandske sentraler

Det er i prinsippet to typer lenker:

Clearing lenker:

En hjemlandsbørs har én (eller flere) tilknyttede utenlandsbørser med medlemmer som har anledning til å handle papirer omsatt på hjemlandsbørsen. En utenlands clearingsentral tilknyttet den utenlandske børsen vil i utgangspunktet gå inn som sentral motpart for handler mellom egne medlemmer på hjemlandsbørsen, men handlene overføres til hjemlandssentralen. Dette skjer oftest på slutten av dagen.

Gjensidige utlikningslenker:

Flere sentraler er koblet sammen og deltakerne kan velge hvilken sentral de vil ha som motpart.

3 Otc-derivater, praksis ved oppgjør og styring av kredittrisiko

3.1 Kort om handel med otc-derivater

Otc-derivater handles ikke over børs, men avtales privat mellom forhandlere eller mellom forhandlere og sluttbrukere. Forhandlere er gjerne internasjo-

nale banker og andre store finansinstitusjoner som tar posisjoner på begge sider av markedet i ett eller flere produkter. Sluttbrukere er banker, forsikringsselskap, pensjonskasser, bedrifter med videre. som benytter derivatposisjoner til å sikre seg mot risiko, eller spekulere i markedsutviklingen. Avtalene sluttes typisk over telefon og direkte mellom partene i avtalen. I den grad det benyttes meklere, er det bare for å finne eventuelle kjøpere eller selgere.

Avtalene er i stor grad standardisert, men betydelige deler av betingelsene kan tilpasses individuelt. Avtalenes individuelle utforming gjør at de sjelden er egnet til annenhåndsomsetning, og det krever eventuelt motpartens godkjennelse.[39]

3.2 Risiko ved otc-handel

Handel med otc-derivater innebærer i prinsippet de samme risiki som andre finansielle avtaler. De kan imidlertid påvirkes av de konkrete instrumenters utforming.

2.3.2.1 Markedsrisiko

Markedsrisiko justeres typisk ved å kjøpe og selge de mest likvide instrumentene i porteføljen. Dette vil oftest være derivater omsatt på børs, men otc- derivater benyttes i noen grad. Jo mindre likvide instrumenter som benyttes desto større er markedsrisikoen.

2.3.2.2 Gjenanskaffelsesrisiko

Gir uttrykk for risiko forbundet med at motparten ikke kan oppfylle sine forpliktelser. Risikoen gir bare tap hvis kontrakten har en positiv markedsverdi på insolvenstidspunktet. Risikoen kan reduseres ved motrekningsavtaler (netting) i jurisdiksjoner hvor dette har sikker rettslig hjemmel. I tillegg benytter mange pantesikkerhet for sine utestående posisjoner. Anslag over risikoen må omfatte sannsynligheten for insolvens og gjeldende og forventet markedsverdi. Det er viktig å ta hensyn til mulige korrelasjoner mellom sannsynligheten for insolvens og redusert verdi av derivatkontrakten eller sikkerhet stilet for oppgjør.

2.3.2.3 Likviditetsrisiko

Risiko for at en motpart får større krav på penger eller sikkerhet enn denne kan klare å stille ved forfall. Likviditetsrisiko forbundet med otc-derivater er prinsippielt ikke forskjellig fra tilsvarende risiko forbundet med andre finansielle transaksjoner, men den konkrete eksponeringen vil normalt være av mindre omfang enn for eksempel spot valuta handel.. Under gitte betingelser kan imidlertid eksponeringen være betydelig høyere enn normalt. Noen kontrakter gir for eksempel anledning til førtidig avslutning av kontrakten ved redusert kreditvurdering (rating). Tilsvarende vil en uventet reduksjon i markedsverdien på porteføljen kunne utløse betydelige krav om sikkerhetsstillelse.

39. I Norge er det i noen grad clearing av otc-derivater. Rapporten som det her refereres til, er basert på at otc-derivater ikke cleares. Det norske systemet avviker derfor noe fra det som beskrives her.

2.3.2.4 Oppgjørsrisiko

Risiko for at penger overføres uten at det erlegges noen motytelse. Dette er bare et problem ved de kontrakter som krever utveksling av penger eller levering av underliggende. Risikoen elimineres ved bruk av DVP-systemer eller prosedyrer som sikrer betaling mot betaling (PVP). Slike systemer er imidlertid lite utviklet for FX-kontrakter og en del varederivater.

2.3.2.5 Operasjonell risiko

Se tilsvarende for børsnoterte derivater, punkt 2.3.7.

2.3.2.6 Depotrisiko

Risiko for at den som sitter med pantet begår underslag eller på annen måte disponerer over panteobjektet slik at det ikke kan tiltres av panthaver.

2.3.2.7 Juridisk risiko

Se tilsvarende for børsnoterte derivater, punkt 2.3.8.

2.3.2.8 System risiko

Se tilsvarende for børsnoterte derivater, punkt 2.3.9.

3.3 Prosedyrer for å håndtere motpartsrisiko ved otc-handel

2.3.3.1 Kredittgrenser

Det er vanlig at utstedere av otc-kontrakter setter en kredittgrense for hver enkelt motpart. Den kan enten være basert på kreditvurdering fra uavhengige institusjoner eller på egne vurderinger. Grensen settes vanligvis for den totale eksponering på motparten og det tas også hensyn til andre engasjementer enn otc-handel. Eksponeringen settes oftest til summen av gjeldende og forventet framtidig eksponering. Hvor motrekning (netting) har hjemmel i lovverket måles eksponeringen vanligvis på nettobasis. Det tas også hensyn til pantesikkerheter med tilfredsstillende rettslig hjemmel.

2.3.3.2 Standardavtaler og motrekningsvilkår

De fleste forhandlere benytter standardavtaler. Dette er mer effektivt enn å forhandle om avtalevilkår ved hver enkelt transaksjon. Minst like viktig er vilkår om at ved insolvens, skal alle utestående fordringer motreknes til ett enkelt nettobeløp (sluttclearing). De fleste benytter én avtale som dekker ethvert forretningsforhold for å oppnå størst mulig motrekningsmulighet ved insolvens. I enkelte tilfelle benyttes separate avtaler for ulike produkter, deler av organisasjonen (filialer) o.a. Motrekning mot en annen forhandler vil ofte kunne redusere eksponeringen med fra 20 prosent til 60 prosent. En tilsvarende avtale med en sluttbruker der alle kontrakter reflekterer samme syn på markedet, vil kunne gi betydelig mindre gevinst.

Ved internasjonal handel er det vanlig å benytte standardavtalen utarbeidet av International Swaps and Derivatives Dealers Association (ISDA). Ved handel mellom aktører i samme land er det ikke uvanlig å benytte standardavtaler tilpasset lokale forhold.

En standardavtale inneholder normalt to deler: En hoveddel og en tilleggsdel. Hoveddelen inneholder vilkår som skal gjelde generelt for forretningsforholdet og alle transaksjoner partene imellom og gir partene anledning til å velge mellom en rekke muligheter. Tilleggsdelen inneholder ytterligere valgmuligheter innenfor de muligheter som er valgt i hoveddelen. I tillegg kommer andre individuelle vilkår tilpasset den aktuelle motpart.

Mange forhandlere tillater at det åpnes for handel uten at standardavtalen er ferdigforhandlet, og alle markedsdeltakere som har bidratt med bakgrunnsinformasjon til studien rapporterer å ha kontrakter som ikke er sluttført. Andelen varierer mellom 5 prosent og 20 prosent av antall motparter, men enkelte har opp mot 30 prosent. Andelen kontrakter som ikke har vært ferdigstillet på mer enn 3 måneder var 10 prosent. De fleste har rutiner for å følge opp slike kontrakter og prosedyrer for å prioritere hvilke som det haster mest med å få sluttført.

Alle foretak i undersøkelsen erkjenner at når standardavtalen ikke er signert kan det være vanskelig å gjennomføre en motrekning. De fleste antar likevel at det lar seg gjennomføre. Mange tar inn henvisninger til standardavtalens vilkår om dette i kontrakten, eller tar det inn som en del av ordrebekreftelsen. Det er imidlertid ikke klart at dette vil bli betraktet som del av avtalen rettslig sett. Konsekvensene av at retten ikke gir medhold i dette vil være at kredittrisikoen blir vurdert alt for lavt. Det bør iverksettes tiltak for å redusere utestående avtaler og overvåke risikoen de medfører. Å la være å handle uten standardavtale eller å true med det kan være effektivt for å sørge for at motparten sluttfører arbeidet med standard avtalen, men det rapporteres om at konkurransemessige hensyn kan gjøre dette vanskelig.

2.3.3.3 Håndtering og oppgjør av transaksjoner

De fleste handler gjøres over telefon, med unntak av enkelte valutakontrakter som gjøres gjennom automatiske meklingssystemer. Den som slutter handelen er ansvarlig for å kontrollere at den skjer innenfor gjeldende kredittrammer med videre. Telefonsamtalene blir nesten uten unntak tatt opp på bånd, og i enkelte tilfelle også samtaler på back office.

Hvis motpartene aksepterer hverandre og handelen er innenfor gjeldene kredittrammer, blir den gjennomført. Partene bekrefter handelen overfor hverandre og den gjøres opp. Data om handelen lagres.

En bekreftelse er ofte en standardisert mal utarbeidet av ISDA, og sendes vanligvis ut på fax og i noen tilfelle per post mellom 1 og 4 dager etter handelsdag. Når handelen er sluttet automatisk kan bekreftelse sendes på handelsdag. Motpartene kontrollerer bekreftelsen og ved eventuelle uoverensstemmelser må de avklares slik at nye bekreftelser kan sendes ut. Det finnes standard SWIFT meldinger for bekreftelser, men disse kan bare benyttes overfor motparter som er tilkoblet dette nettverket.

Alle rapporterer å ha utestående bekreftelser som ikke er returnert. Det gir økt risiko, men rapportørene henviser til at en muntlig avtale i seg sjøl er bindende og at avtaleinngåelsen er lagret på bånd. Alle fører lister over utestående bekreftelser og har rutiner for å følge opp avhengig av hvor lang tid det er fram til forfall, kreditteksponering med videre.

Det kan imidlertid finnes jurisdiksjoner der det kreves at avtalene skal inngås skriftlig. I slike tilfelle vil det ikke være tilstrekkelig at det er inngått en standardavtale. Det må også tas hensyn til at med utestående bekreftelser vil det kunne ta lan tid å oppdage mulige feil og rette dem. Enkelte forwardkon-

trakter kan for eksempel ha forfall flere år fram i tid. Dette kan forårsake at motparsrisiko blir betydelig feilbereknet. I tillegg vil en skriftlig avtale gjøre bevisspørsmål mye enklere.

De fleste uoverensstemmelser om hvilken handel som er inngått skyldes relativt enkle forhold som det ikke tar lang tid å avklare. I noen tilfelle er det uenighet om avtalens økonomiske vilkår og det kan ta lang til å avklare om otc-avtalen er komplisert. Kompleksiteten som ligger i enkelte otc-handler begrenser samtidig mulighetene for å automatisere handelen.

Større overgang til systemer der data går direkte fra frontoffice til backoffice og automatisk legges inn i ordrebekreftelsene, vil redusere feilkildene ved manuell databehandling. Noen foretak har oppnådd dette for enkle derivater, men for de mer komplekse er det vanskeligere.

Sjøl med bedre systemer vil det kunne oppstå etterslep av ubekreftede ordre. Det er da viktig å ha systemer og prosedyrer for å følge opp etter en prioritering basert på risiko.

2.3.3.4 Informasjon til ledelsen

Ledelsens evne til å følge med og kontrollere kreditt- og markedsrisiko avhenger av hvor raskt den får informasjon om den handelen som er gjennomført. I noen tilfelle går dette raskt via automatiserte prosesser, men ved manuelle systemer kommer informasjonen gjerne bare en gang på slutten av dagen.

2.3.3.5 Oppgjør

Litt avhengig av produkttype og kontraktsbetingelser vil en otc-kontrakt kreve regelmessig innbetalinger (renter på renteswaps), betaling ved forfall (opsjoner) eller begge deler. Vanligvis utveksles standard oppgjørsinstruksjoner mellom motpartene med avtale om hvilken bank som skal benyttes med videre. Noen forhandlere sender instruksjonene ut sammen med bekreftelsene.

Nettoclearing i betalingsoppgjøret benyttes sjelden på grunn av begrensninger i systemene. Rutiner for å kontrollere at betalinger er mottatt er de samme som for andre betalinger.

2.3.3.6 Pantesikkerhet

Bruk av pantesikkerhet for utestående posisjoner i otc-derivater har økt betydelig de senere årene. Pant reduserer motpartsrisiko, men eliminerer den ikke. Pant innebærer i seg sjøl juridisk-, operasjonell-, likviditets- og depotrisiko.

De fleste panteavtaler inngås i dag i samsvar med et tillegg til ISDAs standardavtale. Tillegget finnes for ulike rettsområder, og gir flere valgmuligheter. Det kan avtales terskelverdier for når krav om pantesikkerhet utløses, og det kan avtales en terskel når krav kreves opprettet. Terskelen kan være forskjellige for motpartene i en avtale. Avtalene inneholder vilkår som fastsetter hva som kan godtas som pant. Det vanligste er statsobligasjoner og penger. Verdien av pant i form av verdipapirer gis en avkortning ut fra volatilitet, o.l.

De største forhandlere krever pant fra mellom 10 prosent og 30 prosent av sine motparter, men siden dette typisk er parter med høyt volum er andelen

handler med pantesikkerhet betydelig større. For de fleste forhandlere er bruken av pant langt mindre omfattende og i flere tilfelle benyttes det overhode ikke. I en del tilfelle kreves fortsatt pant bare for den ene motparten, men de fleste nye kontrakter krever pantesikkerhet fra begge parter. Vanligvis blir pantekrav bereknet og krevet inn på daglig basis. På grunn av systemsvakheter er det imidlertid mange som bare foretar slike berekninger en gang per uke og noen tilfelle bare en gang per måned.

I det følgende omtales risiko i tilknytning til panteavtaler noe nærmere:

2.3.3.6.1 Motparts eller kredittrisiko

Risikoen avhenger av sannsynligheten for mislighold og forventet gjenanskaffelseskostnad. Gjenanskaffelseskostnaden på berekningstidspunktet er enkel å berekne, men framtidig utvikling er vanskelig å forutse. Her må det gjøres berekninger både for derivatkontraktene og pantet som skal sikre dem, og eventuell samvariasjon mellom de to. Tillegget i ISDA-avtalen gir rett til regelmessig å revurdere sikkerhetene, og vanligvis med to dagers frist til å oppfylle eventuelle endringer. Det er også en risiko for at den som stiller sikkerhet ikke får denne tilbake hvis panthaver misligholder eller blir insolvent o.l.

2.3.3.6.2 Likviditetsrisiko

Det er praksis å la terskelverdiene for innkallelse av pantesikkerhet være avhengig av kredittvurderingen av motparten. Det kan føre til et betydelig krav på sikkerhet hvis kredittvurderingen av den aktuelle motparten reduseres. Tilsvarende gjelder hvis markedsverdien av pantet eller derivatkontraktene reduseres. Det kan også være bestemmelser som legger begrensninger på hvor raskt et eventuelt pant kan realiseres. Foretakene kan forsøke å forberede seg på dette ved å foreta stresstester.

2.3.3.6.3 Juridisk risiko

Den viktigste risikoen består i at panteavtalen ikke gir rett til å realisere pantet. Dette kan skyldes at panteavtalen i seg sjøl ikke er gyldig, avtalen mangler rettsvern, pantet har dårligere prioritet enn forutsatt (for eksempel på grunn av legalpanterett til fordel for ansatte) osv. Rettslig risiko søkes redusert ved å innhente juridiske betenkninger fra aktuelle jurisdiksjoner.

2.3.3.6.4 Operasjonell risiko

Administrasjon av pantesikkerheter krever omfattende interne prosedyrer og systemer. Alle derivatavtaler og pantsatte verdier må regelmessig vurderes i forhold til markedsverdien. Deretter må det reknes ut hvor mye pant som skal frigis eller kalles inn. I tillegg kan det oppstå uenighet om verdsetting. Det er viktig at systemene rekner ut verdiene riktig, og at det finnes effektive backuprutiner. For å redusere operasjonell risiko forsøker man å automatisere flest mulig rutiner.

2.3.3.6.5 Depotrisiko

Risiko for insolvens eller underslag hos den som har pantet i besittelse.

2.3.3.6.6 Systemrisiko

Otc-derivater utgjør en betydelig kreditteksponering særlig mellom forhandlere av slike kontrakter. Insolvens hos en forhandler vil derfor kunne skape problemer for andre institusjoner i systemet. Pantesikkerhet for eksponeringene kan redusere risikoen betydelig, men det forutsetter at den rettslige risikoen er under kontroll. Hvis det skulle vise seg at motreknings- og andre sikkerhetsavtaler som markedet har benyttet, underkjennes i en rettslig tvist om avtalen, kan det i seg sjøl utløse systemforstyrrelser.

2.3.3.7 Clearingsentraler

Otc-derivater kan i prinsippet avreknes gjennom en sentral motpart på samme måte som derivater omsatt på børs. Det er bare standardiserte derivater som avreknes på denne måten. Otc-derivater kan være vanskeligere å verdsette enn børsnoterte derivater siden de ikke noteres, og vil vanligvis være vanskeligere å realisere hvis det er behov for det. I rapporten konkluderes det med at bruk av clearingsentraler vil kunne bidra til å redusere både kreditt-, likviditets-, rettslig og operasjonell risiko. Innefor G10 landene er det bare OM i Stockholm som utfører slike tjenester. The London Clearing House planlegger å introdusere dette for swapper og FRAer i løpet av 1999.[40]

I det følgende omtales enkelte risiki i forhold til oppgjør gjennom en clearingsentral:

2.3.3.7.1 Kredittrisiko

Mulighet for multilateral clearing vil redusere kredittrisiko. På den annen side vil dette ikke kunne omfatte annet enn standardiserte derivater, og ved å ta disse ut i et eget oppgjør kan den bilaterale eksponeringen på den enkelte motpart øke. Gevinsten for den enkelte forhandler vil i stor grad avhenge av hvor utviklede systemer de allerede har utviklet for å håndtere krav om sikkerhetsstillelse.

2.3.3.7.2 Likviditetsrisiko

Likviditetsrisiko kan reduseres gjennom utvidede muligheter for betalingsclearing. På den annen side utgjør bruttobeløpene til otc-oppgjør bare en liten del av forhandlernes totale betalinger, slik at fordelen vil bli tilsvarende mindre.

Clearingsentraler krever marginsikkerhet for framtidig eksponering ved inngåelse av kontrakten, og i tillegg kreves daglig marginsikkerhet for endringer i markedsverdien. Fordelen ved å samle alle kontraktene i en clearingsentral kan bidra til at netto marginkrav reduseres. Videre vil risikoen ved at en motpart ikke kan oppfylle sine forpliktelser reduseres til risiko på sentralen. På den annen side vil en uventet økning i marginkrav for framtidig eksponering øke likviditetspresset. Tilsvarende vil reduserte muligheter for bilateral clearing kunne gi økt likviditetspress.

40. NOS og Nord Pool clearer en liten del vanlige otc-kontraktermed hhv. kraft og omsettelige verdipapirer som underliggende.

2.3.3.7.3 Juridisk risiko

Den rettslige risiko blir antakelig redusert gjennom at clearingsentraler i flere jurisdiksjoner er regulert gjennom egne lover, og at alle direkte deltakere i sentralen gjennom en standard tilslutningsavtale aksepterer sentralens regler.

2.3.3.7.4 Operasjonell risiko

Operasjonell risiko kan reduseres ved at sentralen etablerer strenge standarder for deltakernes systemer, og ved større bruk av automatiserte prosesser.

2.3.3.7.5 Systemrisiko

Hvis en clearingsentral ikke klarer å møte sine forpliktelser vil det kunne utløse systemrisiko. Det er derfor avgjørende at sentralen har gode rutiner for håndtering av risiko, og de samme forhold som gjør seg gjeldende for andre clearingsentraler vil være viktige også her.

2.3.3.8 Andre risikoreduserende tiltak

Innbetaling av Amarginsikkerhet@ ved fastsatte datoer benyttes i noen tilfelle. Klausuler som gir partene rett til å terminere kontrakter før utløp er ganske vanlig for kontrakter med lang løpetid. Normalt avtales det faste datoer hvor dette eventuelt kan skje.

4 Oppsummering

Rapportene har gjennom undersøkelser av rutiner og prosedyrer hos de viktigste clearingsentraler for børsnoterte derivater og forhandlere av otc- derivater, gitt en oversikt over potensielle risiki og svakheter.

For clearingsentralene er det lagt vekt på at medlemsskapsbetingelser kan ha begrenset effekt på grunn av vanskeligheter med å frambringe relevant informasjon. Videre er det lagt vekt på at prosedyrer for berekning og innkreving av marginsikkerhet ikke gir fullstendig sikkerhet. Ved prisendringer som er større enn forutsatt i berekningene, vil sentralene kunne være mer eksponert enn forutsatt. Rapporten peker også på svakheter ved insolvensprosedyrer, og det pekes på at manglende muligheter for realtidsregistrering av rettigheter kan føre til risiko fram til oppgjør er endelig.

Det anbefales at clearingsentralene gjennomfører regelmessige stresstester og at sentralene utvikler systemer og prosedyrer som utnytter de mulighetene som følger av realtidsoppgjør (RTGS) i sentralbankene.

Ved handel med otc-derivater nevner rapporten at det er etablert noen få clearingsentraler for otc-derivater. Clearing av otc-derivater reiser spesielle problemer fordi de er vanskeligere å prise og mindre likvide, og det er bare standardiserte derivater som kan gjøres opp på denne måten. Andre derivater må gjøres opp mellom partene. Ved å trekke ut de standardiserte derivatene i et eget oppgjør, vil motrekningsmulighetene kunne reduseres. Avhengig av sammensetningen på porteføljen vil dette kunne øke motpartsrisikoen og enkelte forhandlere ønsker derfor ikke å benytte clearingsentraler.

I rapporten er det lagt vekt på at det er risiko ved handel uten at fullstendig avtaleverk (oftest en tilpasset standardavtale) foreligger og at forhandlere har

mange utestående ordre som ikke er bekreftet. Mange forhandlere krever sikkerhet i form av pant, men rutinene for oppdatering og annen oppfølging av sikkerhetene er i mange tilfelle mangelfulle.

Det anbefales å etablere bedre rutiner for å følge opp disse forholdene og avklare en del rettslige usikkerhetsfaktorer. Sjøl om utstrakt bruk av pant- og motrekningsavtaler reduserer potensialet ved bruk av clearingsentraler, konkluderes det med at clearing kan bidra til å redusere risiko.

Vedlegg 3

Lov om verdipapirhandel

"Utvalgets oppdrag og arbeid" **i Kapittel 1. Formål, definisjoner og forskriftshjemmel**

§ 1-1. *Lovens formål*

Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter.

§ 1-2. *Investeringstjenester, finansielle instrumenter m.v.*

Med investeringstjenester menes følgende tjenester når disse ytes på forretningsmessig basis:

1. mottak og formidling av ordre på vegne av investor i forbindelse med finansielle instrumenter, samt utførelse av slike ordre,
2. omsetning av finansielle instrumenter for egen regning,
3. aktiv forvaltning av investorers porteføljе av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt,
4. garantistillelse for fulltegning av emisjoner eller andre offentlige tilbud som nevnt i *"Behovet for regulering"* i kapittel 5, eller plassering av slike emisjoner eller tilbud,
5. markedsføring av finansielle instrumenter.

Med finansielle instrumenter menes:

1. omsettelige verdipapirer,
2. verdipapirfondsandeler,
3. pengemarkedsinstrumenter,
4. finansielle terminkontrakter, herunder tilsvarende finansielle instrumenter med kontant oppgjør,
5. fremtidige renteavtaler (FRA),
6. rente- og valutabytteavtale samt bytteavtale knyttet til aksjer og aksjeindeks, eller
7. opsjoner på kjøp eller salg av ethvert instrument som nevnt i punkt 1 til 6, herunder indeksopsjoner, valuta- og renteopsjoner samt tilsvarende instrumenter med kontant oppgjør.

Med omsettelige verdipapirer menes:

1. aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer,
2. obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter som kan omsettes på lånemarkedet,
3. alle andre verdipapirer som normalt omsettes og som gir rett til å erverve ethvert slikt omsettelig verdipapir ved tegning eller ombytting, eller som gir rett til et kontantoppgjør.

§ 1-3. *Regulert marked*

Med regulert marked menes et marked som:

1. fungerer regelmessig,
2. reguleres av bestemmelser som er gitt eller godkjent av myndighetene, og som angår vilkårene for hvordan markedet skal virke, herunder vilkår for adgang til markedet, vilkår for opptak til kursnotering og vilkår for at et finansielt instrument kan omsettes på markedet,

3. reguleres av krav til rapportering og åpenhet.

§ 1-4. *Verdipapirforetak, kredittinstitusjon og betydelig eierandel*

Med verdipapirforetak menes foretak som yter investeringstjenester.

Med kredittinstitusjon menes foretak som nevnt i lov av 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner § 1-5 nr. 3.

Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. Like med vedkommende aksjeeiers egne aksjer regnes i denne sammenheng aksjer som eies av aksjeeierens nærstående, jf. § 1-5.

§ 1-5. *Nærstående*

Som noens nærstående menes

1. ektefelle eller en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,
2. mindreårige barn til vedkommende selv, samt mindreårige barn til en person som nevnt i nr. 1 som vedkommende bor sammen med, selskap innen samme konsern som vedkommende,
3. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd,
4. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument.

§ 1-6. *Oppgjørsvirksomhet (clearing)*

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 7 og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter.

§ 1-7. *Lovens anvendelse ved omsetning i regulert marked*

Departementet kan fastsette at bestemmelser i denne lov som gjelder børsnoterte finansielle instrumenter, helt eller delvis skal gjelde tilsvarende for finansielle instrumenter som noteres på eller omsettes i annet regulert marked som nevnt i § 1-3.

Departementet kan fastsette at kompetanse som i denne lov er tillagt børsen, skal tillegges tilsynsmyndighet for annet regulert marked som nevnt i § 1-3.

"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver" ***i*** **Kapittel 2. Generelle handelsregler, taushetsplikt m.v.**

§ 2-1. *Misbruk av presise og fortrolige opplysninger*

Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke foretas av noen som har presise og fortrolige opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene vesentlig. Tilsvarende gjelder inngåelse, kjøp, salg eller bytte av opsjon- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til slike finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner.

Før styremedlem, medlem av kontrollkomité eller revisor tilknyttet utstederforetaket foretar eller tilskynder til tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket, skal vedkommende foreta en forsvarlig undersøkelse av om det foreligger opplysninger som nevnt i første ledd om de finansielle instrumentene eller utstederen av disse i foretaket. Første punktum gjelder tilsvarende for varamedlem og observatør til styret i utstederforetaket. Første punktum gjelder også tilsvarende for ledende ansatt i foretaket og ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern som normalt kan antas å få tilgang til opplysninger som nevnt i første ledd.

Undersøkelsesplikten gjelder også ved inngåelse, kjøp, salg eller bytte av opsjon- eller termin-kontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til finansielle instrumenter utstedt av foretaket samt ved tilskyndelse til slike disposisjoner.

Første ledd gjelder bare ved misbruk av presise og fortrolige opplysninger. Første ledd er ikke til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp.

Første ledd gjelder ikke disposisjoner som foretas på vegne av en stat, når disposisjonen er et ledd i vedkommende stats penge- og valutapolitikk.

§ 2-2. *Taushetsplikt i forbindelse med presise og fortrolige opplysninger og forbud mot rådgivning*

Den som på grunn av sin eierandel i utstederforetaket, eller på grunn av sitt arbeid, oppdrag eller tillitsverv får kjennskap til opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd, må ikke gi slike opplysninger til uvedkommende.

Personer som nevnt i første ledd, og som har opplysninger som nevnt, må ikke gi råd om handel med de finansielle instrumentene opplysningene vedrører.

Et foretak med børsnoterte finansielle instrumenter skal føre lister over personer som mottar opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd og som ikke er ansatt eller tillitsmann i foretaket. Dersom de aktuelle opplysningene skal oversendes børsen etter børsloven § 4-7, skal listen vedlegges oversendelsen. Foretaket plikter å oppbevare listene i minst 10 år.

§ 2-3. *Forbud mot handel i visse perioder*

Personer som nevnt i § 2-1 annet ledd kan ikke foreta tegning, kjøp, salg eller bytte av børsnoterte finansielle instrumenter utstedt av det foretaket de er tilknyttet i tidsrommet to måneder før offentliggjøring av styrets forslag til utsteders årsregnskap eller to måneder før foreløpig årsregnskap dersom dette offentliggjøres tidligere. Slike disposisjoner kan heller ikke foretas i tidsrommet en måned før offentliggjøring av utsteders delårsrapport.

Forbudet i første ledd gjelder tilsvarende for rettigheter nevnt i § 2-1 første ledd annet punktum. Forbudet er ikke til hinder for salg av tegningsretter i forbindelse med kapitalforhøyelse, eller normal utøvelse av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp.

Børsen kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra denne bestemmelsen.

§ 2-4. *Omsetning i annet regulert marked i Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS)*

§ 2-1 første ledd og § 2-2 første og annet ledd får tilsvarende anvendelse på handlinger foretatt i Norge, i den utstrekning de aktuelle finansielle instrumenter omsettes i et annet regulert marked i Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS).

§ 2-5. *Forbud mot urimelige forretningsmetoder*

Ingen må benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter.

God forretningsskikk skal iakttas ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter eller som ellers har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter.

§ 2-6. *Forbud mot kursmanipulering*

Ingen må søke uredelig å påvirke kursen på et finansielt instrument som er notert på norsk børs.

Som uredelig påvirkning regnes for eksempel å spre uriktige eller villedende opplysninger, eller inngå fiktive avtaler med det formål å:

1. få noen til å tegne, kjøpe eller selge finansielle instrumenter eller rettigheter til finansielle instrumenter, eller å avstå fra dette,
2. påvirke tegningskurs, eller
3. påvirke bytteforholdet ved sammenslåing eller deling av selskaper.

Kapittel 2 a. Adgangen for ansatte m.v. i visse foretak til å foreta egenhandel

§ 2a-1. *Anvendelsesområde*

Bestemmelsene i dette kapittel gjelder ansatte i:

1. verdipapirforetak,
2. forvaltningsselskaper for verdipapirfond, finansinstitusjoner,
3. foretak som inngår i finanskonsern med unntak av eiendomsmeglingsselskaper og inkas-soselskaper,
4. pensjonskasser, og
5. Postbanken BA, Norges Kommunalbank, Statens nærings- og distriktsutviklingsfond, Husbanken, Folketrygdfondet, Norges Bank, Statens Bankinvesteringsfond og Statens Banksikringsfond,

som normalt har innsyn i eller arbeider med investeringstjenester eller forvaltning av finansielle instrumenter for foretaket eller foretakets kunders regning.

Departementet kan i forskrift bestemme at bestemmelsene i dette kapittel skal gjelde for andre ansatte som arbeider med forvaltningen av offentlige midler og ansatte i offentlige institusjoner som driver finansieringsvirksomhet, enn de som er nevnt i første ledd nr. 6.

Bestemmelsene i §§ 2a-2 til 2a-6 gjelder tilsvarende for ansatte i norske filialer av foretak med hovedsete i en annen EØS-stat, når det gjelder handel med finansielle instrumenter som er notert på norsk børs eller utstedt av et norsk foretak.

Departementet kan gjøre unntak fra §§ 2a-2 og 2a-3 for ansatte i filial av norsk foretak, dersom dette anses nødvendig for foretaket på grunn av konkurransemessige hensyn. Unntak kan bare gjøres der de ansatte er omfattet av eventuelle tilsvarende regler i vertsstaten. Det kan ikke gjøres unntak for handel med finansielle instrumenter som er notert på norsk børs eller utstedt av et norsk foretak.

§ 2a-2. *Generelle regler om ansattes egenhandel*

Ansatte kan ikke utstede eller handle for egen regning med finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 4 til 7. Dette gjelder likevel ikke erverv av opsjoner på aksjer i arbeidsgiverforetaket når opsjonene er utstedt av foretaket. Andre finansielle instrumenter, med unntak av andeler i verdipapirfond, kan avhendes tidligst 12 måneder etter ervervet.

Ansatte kan ikke finansiere erverv av finansielle instrumenter ved lån som er opptatt med sikkerhet i egne finansielle instrumenter. Ansatte kan ikke

selge finansielle instrumenter vedkommende ikke eier eller låne finansielle instrumenter.

Ansatte kan ikke kjøpe, selge eller tegne finansielle instrumenter når arbeidsgiverforetaket har truffet beslutning om kjøp, salg eller tegning av vedkommende instrument, eller når det foreligger kundeordre på vedkommende instrument. Dette gjelder til dagen etter at handelen er gjennomført. Første punktum gjelder ikke dersom den ansatte ikke kjente til, og heller ikke burde ha kjent til, at det forelå slik beslutning eller kundeordre. Første punktum gjelder heller ikke ved tegning i henhold til fortrinnsrett etter aksjeloven eller allmennaksjeloven.

Ansatte kan ikke kjøpe finansielle instrumenter av arbeidsgiverforetaket, eller selge finansielle instrumenter til arbeidsgiverforetaket. Forbudet gjelder ikke erverv av aksjer utstedt av foretaket eller rettigheter til slike aksjer som er utstedt av foretaket.

Ansatte skal på forhånd opplyse motparten dersom handelen foretas for den ansattes egen regning.

Kredittilsynet kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra bestemmelsene i første og annet ledd.

§ 2a-3. *Særlige regler om ansattes egenhandel i visse typer foretak*

Ansatte i forvaltningsselskap for verdipapirfond kan ikke kjøpe andeler i verdipapirfond som

forvaltes av arbeidsgiverforetaket.

Ansatte i foretak som nevnt i § 2a-1 første ledd nr. 2 til 6 kan ikke ved handel for egen regning benytte verdipapirforetak som regelmessig yter investeringstjenester av vesentlig omfang overfor arbeidsgiverforetaket. Dette gjelder ikke ved tegning av aksjer i henhold til fortrinnsrett etter aksjeloven eller allmennaksjeloven. Kredittilsynet kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra bestemmelsene i dette ledd.

Ansatte i verdipapirforetak som arbeider med eller på annen måte har kjennskap til innholdet av en analyse eller rapport kan ikke handle for egen regning med finansielle instrumenter dersom den ansatte vet eller burde vite at verdipapirforetaket vil offentliggjøre en analyse eller rapport om utsteder av vedkommende instrument som vil kunne få innvirkning på kursen på instrumentet ved offentliggjøring. Forbudet gjelder fire uker før offentliggjøringen, og frem til offentliggjøring er skjedd.

Ansatte i verdipapirforetak kan ikke tre inn i avtaler med verdipapirforetakets oppdragsgivere.

Bestemmelsen i § 9-3 tredje ledd gjelder tilsvarende for ansatte i verdipapirforetak.

§ 2a-4. *Krav til habilitet*

Ansatte må ikke delta i beslutninger i arbeidsgiverforetaket om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter som er utstedt av et selskap som vedkommende leder, eller har ledende stilling i, eller hvor vedkommende er medlem av styret eller bedriftsforsamlingen. Ansatte må heller ikke delta i behandlingen av noe spørsmål som har slik betydning for vedkommende selv eller nærstående at vedkommende må anses for å ha en personlig eller økonomisk særinteresse i saken.

§ 2a-5. *Rapportering av egenhandel*

Ansatte i foretak som nevnt i § 2a-1 første ledd skal umiddelbart gi melding til foretaket om enhver handel for egen regning med finansielle instrumenter. Det samme gjelder handel den ansatte har foretatt for regning av nærstående. Meldingen skal gis til én person som er utpekt av foretaket.

Foretak som nevnt i § 2a-1 første ledd skal hver måned gi melding til Kredittilsynet om egenhandel som nevnt i første ledd. Kredittilsynet kan fastsette nærmere regler om meldingens innhold, herunder at meldingen skal inneholde foretakets vurdering av om det foreligger overtredelse av bestemmelsene om den ansattes handel for egen regning.

§ 2a-6. *Egenhandel foretatt av nærstående og tillitsvalgte*

Bestemmelsene i §§ 2a-2 til 2a-5 gjelder tilsvarende for styremedlem, varamedlem og observatør i foretak som nevnt i § 2a-1 første ledd som normalt har innsyn i eller arbeider med investeringstjenester eller forvaltning av finansielle instrumenter for foretaket eller foretakets kunders regning. Bestemmelsen i § 2a-3 første ledd gjelder ikke styremedlem, varamedlem og observatør i forvaltningsselskap for verdipapirfond som er valgt av andelseierne.

Bestemmelsene i §§ 2a-2 og 2a-3 gjelder tilsvarende for kjøp, salg eller tegning ansatte eller tillitsvalgte nevnt i første ledd foretar for regning av nærstående som nevnt i § 1-5 nr. 1, 2 og 4. For nærstående av ansatte eller tillitsvalgte i verdipapirforetak gjelder bestemmelsene tilsvarende for kjøp, salg eller tegning som foretas av vedkommende verdipapirforetak for den nærståendes regning. For nærstående av ansatte eller tillitsvalgte i andre foretak enn verdipapirforetak gjelder forbudet i § 2a-3 annet ledd handel for egen regning gjennom verdipapirforetak som står oppført på arbeidsgiverforetakets lister som nevnt i § 2a-7 tredje ledd.

§ 2a-7. *Arbeidsgiverforetakets plikter*

Foretak som nevnt i § 2a-1 første ledd skal føre lister over ansatte, styremedlemmer, varamedlemmer og observatører som omfattes av bestemmelsene i dette kapittel.

Foretakene skal ha interne regler som sikrer at foretaket fører en effektiv kontroll med at reglene i dette kapittel overholdes.

Foretakene skal føre lister over verdipapirforetak som omfattes av § 2a-3 annet ledd.

"Markeder med norske aktører" ***i*** **Kapittel 3. Meldeplikt**

§ 3-1. *Meldeplikt for tillitsvalgte og ansatte i utstederselskaper*

Personer som nevnt i § 2-1 annet ledd skal straks gi børsen melding om kjøp, salg eller tegning av aksjer utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern, dersom aksjene er notert på norsk børs. Det samme gjelder for selskapets handel med egne aksjer. Foretak som eier børsnoterte aksjer i et annet foretak, og som på grunn av eierskapet er representert i vedkommende foretaks styre, må gi melding ved handel i slike aksjer. Meldingen skal sendes børsen senest innen børsåpning dagen etter at kjøp, salg eller tegning har funnet sted.

Meldeplikten gjelder også lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, inngåelse, kjøp, eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer som nevnt i første ledd.

Meldeplikten omfatter også slik handel som gjelder vedkommendes nærstående som nevnt i § 1-5 nr. 1, 2 og 4.

Selskapet skal sende oversikt over personer som nevnt i første ledd til børsen. Meldingen skal inneholde den meldepliktiges navn og adresse, type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling.

Meldepliktige etter første ledd skal sende børsen oversikt over personer og selskaper som nevnt i tredje ledd dersom disse innehar finansielle instrumenter som nevnt i første ledd og annet ledd.

Denne paragraf gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis.

§ 3-2. *Flagging av erverv av større aksjeposter og rettigheter til aksjer*

Fører et erverv til at erververens andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer som er notert på norsk børs når opp til eller passerer 1/10, 1/5, 1/3, 1/2, 2/3 eller 9/10 av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene i selskapet, skal erververen melde ervervet til børsen.

Første ledd gjelder tilsvarende for den som ved avhendelse endrer sin andel av aksjer slik at andelen reduseres til eller passerer de fastsatte grensene.

Som rettighet til aksjer regnes i denne paragraf lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmenn-aksjeloven § 11-1, tegningsretter, opsjoner på kjøp av aksjer og tilsvarende rettigheter.

Innlån av aksjer og tilbakelevering av aksjer til utlåner skal regnes som erverv og avhendelse i forhold til denne bestemmelse.

Melding etter denne bestemmelse skal gis straks avtale om erverv eller avhendelse er inn-gått.

Like med erververens eller avhenderens egne aksjer eller rettigheter til aksjer, regnes aksjer eller rettigheter til aksjer som eies eller i tilfelle erverves eller avhendes av nærstående som nevnt i § 1-5.

§ 3-3. *Krav til meldingens innhold*

Melding etter § 3-1 første til tredje ledd skal inneholde opplysninger om

1. tidspunktet for kjøpet eller salget,
2. antall aksjer meldingen omfatter,
3. om ervervet eller avhendelsen gjelder vedkommende selv eller nærstående som nevnt i § 1-5,
4. til hvilken kurs transaksjonen er foretatt,
5. beholdning etter tidspunktet for meldingen. Melding etter § 3-2 skal inneholde opplysninger om
    1. tidspunktet for ervervet eller avhendelsen,
    2. antall aksjer meldingen omfatter,
    3. om ervervet eller avhendelsen gjelder vedkommende selv eller nærstående som nevnt i § 1-5,
    4. hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende innehar etter ervervet eller avhendelsen som utløser meldeplikten,
    5. hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende innehar i form av rettigheter til aksjer etter ervervet eller avhendelsen som utløser meldeplikten, og
    6. opplysninger om på hvilket tidspunkt rettigheter som nevnt i § 3-2 tredje ledd kan utøves.

Børsen skal offentliggjøre meldinger som nevnt i denne bestemmelse.

"Noen hendelser fra varederivatmarkedene" ***i*** **Kapittel 4. Tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp**

§ 4-1. *Tilbudsplikt ved aksjeerverv*

Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs (børsnoterte selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 4-8 jf. 4-9.

Som erverv etter første ledd regnes også erverv av
1. aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et selskap som nevnt i første ledd,
2. andel i ansvarlig selskap som eier aksjer i selskap som nevnt i første ledd, der andelshaverne bare er nærstående som nevnt i § 1-5.

§ 4-5 gjelder tilsvarende ved erverv som nevnt i annet ledd nr. 1.

Dersom erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv av aksjene, kan børsen pålegge tilbudsplikt for den som gjennom slikt erverv får rett til å bli eier av aksjer som sammen med vedkommendes øvrige aksjer representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et børsnotert selskap.

Denne bestemmelsen gjelder også når erververen tidligere har fremsatt frivillig tilbud, med mindre det frivillige tilbudet var fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud og dette var opplyst i tilbudsdokumentet.

§ 4-2. *Unntak for visse typer erverv*

Tilbudsplikt etter § 4-1 inntrer ikke der tilbudspliktgrensen overskrides ved erverv i form av
1. arv eller gave,
2. vederlag ved skifte,
3. vederlag ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap eller allment aksjeselskap.

Tilbudsplikt etter § 4-1 inntrer ikke ved erverv fra en vedkommende er identifisert med etter § 4- 5, med mindre erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.

Børsen kan i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved erverv som nevnt i første ledd.

§ 4-3. *Unntak for visse institusjoner*

Tilbudsplikt etter § 4-1 inntrer ikke når en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement, dersom institusjonen straks gir melding om det til børsen. Børsen kan pålegge institusjonen plikt til innen en fastsatt frist å fremsette tilbud som nevnt i § 4-1 eller å avhende aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller.

§ 4-1 gjelder ikke for Statens Banksikringsfond eller Statens Bankinvesteringsfond.

§ 4-4. *Unntak der selskapets aksjer er notert på flere børser*

Børsen kan gjøre unntak fra reglene i dette kapittel hvis selskapets aksjer er notert på flere børser.

§ 4-5. *Konsolidering*

I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-5.

Børsen avgjør om det skal foretas identifikasjon etter første ledd. Børsens vedtak skal meddeles deltakerne i den identifiserte gruppen.

§ 4-6. *Etterfølgende erverv*

Aksjeeier eller en identifisert gruppe som eier aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et børsnotert selskap og ikke har gitt tilbud i samsvar med bestemmelsene om pliktig tilbud, plikter ved et hvert etterfølgende erverv som ikke faller inn under et unntak som nevnt i § 4-2, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet med mindre det foretas salg i samsvar med § 4-8, jf. § 4-9.

Første ledd gjelder ikke aksjeeier eller identifisert gruppe som

1. ved lovens ikrafttredelse eier mer enn 45 prosent av aksjene i et børsnotert selskap, eller
2. ved opptak til børsnotering eier mer enn 40 prosent av aksjene i selskapet.

§ 4-7. *Samtykke til aksjeerverv*

Hvis et erverv etter selskapets vedtekter er avhengig av styrets samtykke, anses styret å ha samtykket hvis ikke saken er avgjort innen tre uker etter at melding om ervervet er mottatt av selskapet.

§ 4-8. *Melding til børsen*

Når tilbudsplikt inntrer etter §§ 4-1 til 4-6 skal den som har tilbudsplikt straks gi melding om dette til børsen og til selskapet. I meldingen skal det angis om det vil bli fremsatt tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet eller om det vil foretas salg i henhold til § 4-9. Børsen skal offentliggjøre meldingen.

Dersom det ikke gis melding etter første ledd, eller tilbudsplikten på annen måte bestrides, skal børsen treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser.

Melding om salg kan endres til melding om fremsettelse av tilbud, forutsatt at tilbudet fremsettes innen fristen som er fastsatt i § 4-10 første ledd.

Inntil tilbud fremsettes eller salg er gjennomført kan det for den del av aksjene som overstiger tilbudspliktgrensen, ikke utøves andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte for aksjene og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse.

§ 4-9. *Salg av aksjer*

Salg av aksjer i henhold til melding eller vedtak som nevnt i § 4-8 skal foretas innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte.

Salget skal omfatte den del av aksjene som overstiger grensen som nevnt i § 4-1. Ved tilbudsplikt som utløses av etterfølgende erverv som nevnt i § 4-6, kan salget begrenses til de aksjer som er ervervet ved det etterfølgende ervervet.

§ 4-10. *Tilbudet*

Tilbud skal fremsettes uten ugrunnet opphold og senest innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte.

Tilbudet skal omfatte alle selskapets aksjer, herunder aksjer med begrenset stemmevekt eller uten stemmerett.

Et tilbud kan ikke gjøres betinget.

Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Dersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntrer er høyere enn den pris som følger av første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen.

Har tilbyderen etter at tilbudsplikten inntrådte og før utløpet av tilbudsperioden betalt eller avtalt høyere vederlag enn tilbudsprisen, skal nytt tilbud anses fremsatt med en tilbudspris som svarer til det høyere vederlag. Bestemmelsene i § 4-12 annet ledd gjelder tilsvarende for det nye tilbudet.

Oppgjør i henhold til tilbudet skal skje i penger. Et tilbud kan likevel gi aksjeeierne rett til å velge annet oppgjør.

Oppgjøret skal garanteres av finansinstitusjon som er gitt adgang til å drive virksomhet i Norge etter nærmere regler fastsatt av børsen.

Oppgjør skal finne sted snarest og senest innen 14 dager etter tilbudsperiodens utløp.

Tilbyder skal ikke forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud.

§ 4-11. *Tilbudsperioden*

Tilbudet skal angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet (tilbudsperioden). Fristen kan ikke settes kortere enn fire uker og ikke lengre enn seks uker.

§ 4-12. *Nytt tilbud*

Før tilbudsperiodens utløp kan tilbyderen fremsette nytt tilbud, dersom tilbudet blir godkjent av børsen. Selskapets aksjeeiere har rett til å velge mellom tilbudene.

Fremsettes nytt tilbud, skal tilbudsperioden forlenges slik at det gjenstår minst to uker til fristens utløp.

§ 4-13. *Krav til tilbudsdokument*

Den som har tilbudsplikt skal utarbeide et tilbudsdokument som gjengir tilbudet og gir riktige og fullstendige opplysninger om forhold av betydning ved vurderingen av tilbudet.

I tilbudsdokumentet skal særskilt angis:

1. tilbyders navn og adresse, samt organisasjonsform og organisasjonsnummer dersom tilbyder er et foretak,
2. opplysninger om nærstående som nevnt i § 4- 5, herunder grunnlaget for identifikasjonen og eventuelle aksjeeieravtaler,
3. hvilke aksjer og lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1 i det børsnoterte selskapet som eies av tilbyder eller noen som nevnt i § 4-5,
4. tilbudspris, oppgjørsfrist og oppgjørsform, samt hvilke garantier som stilles for oppfyllelse av tilbyders forpliktelser,
5. prinsippene som er lagt til grunn for verdsettelsen av formuesgjenstander som tilbys som oppgjør, herunder opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne eller erverve verdipapirer,
6. frist for aksept av tilbudet og hvordan tilbudet skal aksepteres, hvordan kjøpet av aksjene skal finansieres,
7. særlige fordeler som etter avtale tilstås medlemmer av ledelsen eller styrende organer i selskapet eller som noen av disse er stilt i utsikt,
8. hvilken kontakt tilbyderen har hatt med ledelsen eller styrende organer i selskapet før fremsettelsen av tilbudet,
9. formålet med å overta kontrollen i selskapet og planer for videre drift, reorganisering m.v. av selskapet og det konsern som dette inngår i,
10. den betydning gjennomføringen av tilbudet vil få for de ansatte, herunder de rettslige, økonomiske og arbeidsmessige virkninger, og
11. juridiske og skattemessige konsekvenser av tilbudet.

Tilbudsdokumentet skal undertegnes av den tilbudspliktige.

§ 4-14. *Godkjennelse og offentliggjøring av tilbudet*

Tilbudet og tilbudsdokumentet skal godkjennes av børsen før tilbudet fremsettes eller offentliggjøres.

Etter at tilbudet er godkjent skal den tilbudspliktige sende det til alle aksjeeiere med kjent oppholdssted og gjøre det kjent for ansatte i selskapet. Selskapet plikter å medvirke til at utsendelse kan finne sted.

§ 4-15. *Gebyr*

Børsen kan kreve gebyr av tilbyder til dekning av utgifter ved godkjenning som nevnt i § 4-14.

§ 4-16. *Selskapets uttalelse om tilbudet*

Når det fremsettes tilbud etter reglene om tilbudsplikt, skal selskapets styre avgi en uttalelse om tilbudet som bl.a. gir opplysning om de ansattes syn og andre forhold av betydning ved vurderingen av om tilbudet bør aksepteres av aksjeeierne. Det skal også opplyses om styremedlemmenes og daglig leders eventuelle standpunkt til tilbudet i egenskap av aksjeeiere i selskapet.

Uttalelsen skal foreligge senest én uke før tilbudsperiodens utløp. Uttalelsen skal sendes børsen, samt gjøres kjent for aksjeeierne og de ansatte. Er tilbud fremsatt av noen som er medlem av styret i selskapet, eller er tilbudet fremsatt i forståelse med selskapets styre, avgjør børsen hvem som skal avgi uttalelse som nevnt i første ledd på vegne av selskapet.

§ 4-17. *Begrensning i selskapets handlefrihet*

Etter at selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes etter § 4-1, § 4-2 tredje ledd eller § 4-6 og inntil tilbudsperioden er utløpt og resultatet klart, kan styret eller daglig leder ikke treffe vedtak om

1. utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter av selskapet eller av et datterselskap,
2. fusjon av selskapet eller datterselskap,
3. salg eller kjøp av vesentlige virksomhetsområder i selskapet eller dets datterselskaper, eller andre disposisjoner av vesentlig betydning for arten eller omfanget av virksomheten, eller
4. kjøp eller salg av selskapets aksjer.

Denne pragraf gjelder ikke disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, eller tilfeller der generalforsamlingen har gitt styret eller daglig leder fullmakt til å treffe de aktuelle vedtak med sikte på oppkjøpssituasjoner.

§ 4-18. *Frivillige tilbud*

Bestemmelsene i § 4-10 siste ledd og §§ 4-13 til 4-16 får tilsvarende anvendelse ved frivillige tilbud som innebærer at tilbudsplikt etter § 4-1 inntrer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det.

Dette gjelder ikke ved tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng og har samme innhold.

§ 4-19. *Utøvelse av aksjeeierrettigheter ved forsømmelse av tilbudsplikt*

Aksjeeiere som forsømmer sin tilbudsplikt etter § 4-1, § 4-2 tredje ledd eller § 4-6 kan, mens tilbudsplikten foreligger, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til utbytte og til fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, uten samtykke fra et flertall av de øvrige aksjeeierne.

§ 4-20. *Tvangssalg av aksjer*

Dersom det ikke er fremmet tilbud etter § 4-1, § 4-2 tredje ledd eller § 4-6 og fristen for salg etter § 4-9 overskrides, kan børsen selge aksjene etter reglene om tvangssalg så langt de passer. Tvangsfullbyrdelsesloven § 10-6, jf. § 8-16 kommer ikke til anvendelse.

Børsen skal varsle den tilbudspliktige om at tvangssalg vil bli foretatt senest to uker før salg foretas.

"Behovet for regulering" ***i*** **Kapittel 5. Prospektkrav ved offentlige tilbud**

§ 5-1. *Plikt til å utarbeide prospekt*

Ved tilbud om tegning av omsettelige verdipapirer som rettes til flere enn 50 personer i det norske verdipapirmarkedet og gjelder et beløp større enn 40.000 euro, skal det utarbeides prospekt etter reglene i dette kapitlet. Tils-

varende gjelder ved første gangs tilbud som nevnt om kjøp av omsettelige verdipapirer som ikke er børsnoterte og hvor det tidligere ikke er utarbeidet prospekt etter dette kapittel. Børsen avgjør i tvilstilfelle om flere adskilte tilbud skal anses som ett tilbud.

Første ledd gjelder også for tilbud som gjelder kjøpsretter som gir rett til å erverve et omsettelig verdipapir med mindre tilbudet gir rett til et kontantoppgjør.

Ved tilbud om kjøp av verdipapirer gjelder bestemmelsene i første ledd også børsnoterte verdipapirer, når tilbudet fremsettes før det er gått 3 måneder fra verdipapirene ble utstedt.

§ 5-2. *Unntak fra plikten til å utarbeide prospekt ved tilbud som fremsettes overfor profesjonelle investorer*

Reglene i § 5-1 gjelder ikke tilbud som bare rettes til personer som investerer i verdipapirer som ledd i sin yrkesvirksomhet og som er registrert hos børsen som profesjonell investor. Børsen kan fastsette krav til omfanget av investeringsvirksomheten, herunder kapitalforhold, som vilkår for slik registrering.

Reglene i § 5-1 gjelder ikke tilbud om erverv eller tegning av verdipapirer som legges ut i enkeltstørrelser med pålydende eller krav på vederlag på minst 40.000 euro.

§ 5-3. *Unntak fra plikten til å utarbeide prospekt ved tilbud om visse verdipapirer*

§ 5-1 kommer ikke til anvendelse ved tilbud som gjelder

1. obligasjoner utstedt av EØS-stat eller EØS- sentralbanker,
2. verdipapirer som utstedes ved bruk av rettigheter som nevnt i § 1-2 tredje ledd nr. 3,
3. verdipapirer som tilbys i forbindelse med fusjon, eller
4. Euroverdipapirer etter nærmere bestemmelse i forskrift fastsatt av børsen.

Ved tilbud som tar sikte på å skaffe til veie midler til ideelle formål, kan børsen gjøre unntak fra reglene i dette kapittel.

Børsen kan i enkeltvedtak eller forskrift helt eller delvis frita fra plikten til å offentliggjøre prospekt ved tilbud som gjelder obligasjoner eller tilsvarende omsettelige verdipapirer, som

1. utstedes fortløpende eller gjentatte ganger av finansinstitusjoner,
2. utstedes av selskaper eller andre juridiske personer som utøver sin virksomhet på grunnlag av statsmonopol, dersom vedkommende juridiske persons innlån er dekket av en ubetinget og ugjenkallelig statsgaranti, eller
3. utstedes av juridiske personer som er stiftet i henhold til særlov og hvis obligasjoner ved opptak til offisiell børsnotering sidestilles i den nasjonale regulering med obligasjoner som utstedes eller garanteres av staten.

§ 5-4. *Unntak ved tilbud til ansatte*

§ 5-1 kommer ikke til anvendelse på tilbud fremsatt av et selskap til selskapets ansatte om kjøp eller tegning på særlig gunstige vilkår av verdipapirer utstedt av selskapet. Opplysninger som nevnt i § 5-5 med tilhørende forskrifter, skal likevel være tilgjengelig for de ansatte på deres arbeidssted.

§ 5-5. *Opplysninger i prospekt*

Prospektet skal inneholde de opplysninger som, avhengig av særlige forhold hos tilbyder og arten av de verdipapirer som tilbys, er nødvendig for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders økonomiske stilling og utsikter og av rettigheter knyttet til de nevnte verdipapirer. Prospektet skal videre inneholde opplysninger om hvilke kriterier som skal legges til grunn for tildeling av verdipapirer til de som aksepterer tilbudet.

Enhver ny omstendighet eller vesentlig unøyaktighet som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene, og som fremkommer mellom tidspunktet for offentliggjøring av prospektet og tidspunktet for tegningsperiodens endelige utløp, skal fremgå av et tillegg til prospektet. Tillegget skal sendes børsen i samsvar med §§ 5-7 og 5-8 og offentliggjøres uten ugrunnet opphold i samsvar med § 5-11.

Børsen kan kreve at prospekt utarbeides på norsk.

Krav til opplysninger i denne paragraf står tilbake for taushetsplikt i eller i medhold av lov. Departementet fastsetter nærmere krav til opplysninger i prospekt.

§ 5-6. *Børsens dispensasjonsadgang*

Børsen kan tillate at enkelte opplysninger utelates i prospekt

1. dersom opplysningene har liten betydning og ikke kan innvirke på vurderingen av utsteders aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter,
2. dersom fremleggelse av disse opplysninger fører til at utstederen blir alvorlig skadelidende, forutsatt at unnlatelse av offentliggjøring ikke kan virke villedende på offentligheten med hensyn til realiteter og omstendigheter som er av vesentlig betydning for vurderingen av verdipapirene,
3. dersom tilbyder er en annen enn utsteder av verdipapirer som nevnt i § 1-2 tredje ledd nr. 1 og 2, og det gjelder opplysninger vedkommende normalt ikke vil være i besittelse av, eller
4. dersom tilbudet gjelder obligasjoner utstedt av fylkeskommuner eller kommuner.

§ 5-7. *Børsens kontroll*

Ved tilbud som gjelder verdipapirer som er eller søkes børsnotert, skal prospektet sendes børsen for kontroll senest en uke før tilbudet fremsettes.

Børsen skal påse at prospektet inneholder de opplysninger som kreves etter lov eller forskrift.

Annonser, kunngjøringer, m.v. som skal spres eller stilles til rådighet for offentligheten av tilbyder, skal på forhånd oversendes børsen. Børsen skal avgjøre om dokumentene skal kontrolleres før de offentliggjøres.

Finner børsen at prospektet eller dokumenter som nevnt i tredje ledd, inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger, eller at reglene i dette kapittel for øvrig ikke er fulgt, kan børsen nedlegge forbud mot at tilbudet gjennomføres. Slikt forbud kan også nedlegges dersom børsen anser det ulovlig å gjennomføre tilbudet etter annen lov eller forskrift. Ved avgjørelsen kan det tas hensyn til forhold som inntreffer etter at tilbudet er fremsatt. Børsen skal så snart som mulig gjennomføre kontrollen og meddele tilbyder resultatet av denne. Foretaksregisteret skal straks underrettes dersom aksjeemisjon ikke kan registreres.

Børsen kan meddele tilbyder at den ikke har innvendinger mot de innsendte dokumentene. Meddelelsen innebærer ingen godkjennelse av dokumentene, og er ikke til hinder for at børsen senere nedlegger forbud etter fjerde ledd.

Selv om det ikke er plikt til å utarbeide prospekt etter § 5-1, kan børsen etter anmodning fra tilbyder gjennomføre kontroll av prospekt etter denne bestemmelsen.

Børsen plikter å oppbevare innsendte dokumenter i 10 år.

§ 5-8. *Registrering av prospekt*

Ved tilbud som gjelder verdipapirer som ikke er eller søkes børsnotert, skal prospektet sendes børsen for registrering før det offentliggjøres.

§ 5-9. *Gebyr*

Børsen kan kreve gebyr av tilbyder til dekning av utgifter ved kontroll som nevnt i § 5-7 og registrering som nevnt i § 5-8.

§ 5-10. *Styrets ansvar*

Ved tilbud som fremsettes av et selskap er selskapets styre ansvarlig for at prospektet fyller de krav som er fastsatt.

Selskapets styre skal avgi en erklæring om at opplysningene i prospektet så langt de kjenner til både er i samsvar med de faktiske forhold og at det ikke inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å akseptere tilbudet.

Prospektet skal underskrives av samtlige styremedlemmer.

§ 5-11. *Offentliggjøring av prospekt m.v.*

Prospektet skal offentliggjøres senest dagen før tilbudet kan aksepteres.

Prospektet skal offentliggjøres ved at det stilles vederlagsfritt til disposisjon for allmennheten på tilbyders forretningskontor og på samtlige steder der akseptblankett er lagt ut. Børsen kan fastsette at prospektet også skal stilles til disposisjon på andre måter. I tillegg skal prospektet eller en melding om hvor prospektet kan innhentes, innrykkes i minst en riksdekkende avis.

Dersom det orienteres om tilbud på annen måte enn nevnt i annet ledd, skal det samtidig opplyses at meldingen er ufullstendig, at nærmere opplysninger fremgår av prospektet, samt hvor prospektet kan innhentes. Akseptblankett kan bare legges frem sammen med fullstendig prospekt.

§ 5-12. *Samordningsregler der tilbud fremsettes eller verdipapirene søkes børsnotert i flere EØS-stater*

Departementet kan fastsette nærmere regler om utarbeidelse og kontroll med prospekt når det fremsettes tilbud om de samme verdipapirer i flere EØS-stater samtidig eller med korte mellomrom.

§ 5-13. *Ugyldighet*

Aksept av tilbud som nevnt i § 5-1 er ikke bindende dersom prospekt, annonser m.v. som nevnt i § 5-7 inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å akseptere tilbudet. Hver av partene kan forelegge spørsmålet for børsen til avgjørelse.

Innsigelse om at en tegning av aksjer ikke er bindende, kan ikke fremsettes etter utløpet av den frist som er satt i aksjeloven § 2-10 første ledd, jf. annet ledd eller allmennaksjeloven § 2-10 første ledd, jf. annet ledd. Innsigelse om at annen tegning eller kjøp ikke er bindende, må fremsettes uten ugrunnet opphold. Blir slik innsigelse fremsatt skal selskapet straks underrette børsen.

"Rettslige forhold" i Kapittel 6. Oppgjørssentral

§ 6-1. *Vilkår for å drive virksomhet som oppgjørssentral (clearingsentral)*

Oppgjørsvirksomhet kan bare drives av oppgjørssentral med tillatelse fra departementet.

Oppgjørssentral skal organiseres som allmennaksjeselskap. Departementet kan gjøre unntak fra denne bestemmelsen.

Den som faktisk leder oppgjørsvirksomheten skal ha relevant erfaring og ha ført en hederlig vandel.

Tillatelse etter første ledd kan nektes dersom aksjeeier med betydelig eierandel i oppgjørssentralen ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. § 7-4 kommer til anvendelse ved endringer i aksjeeierstrukturen.

Oppgjørssentral skal ha en kontrollkomité valgt av generalforsamlingen. Kontrollkomiteen skal føre tilsyn med sentralens virksomhet og påse at den følger lover, forskrifter og vilkår, samt vedtekter og vedtak truffet av selskapets besluttende organer. Generalforsamlingen skal fastsette instruks for kontrollkomiteen. Instruksen skal godkjennes av Kredittilsynet.

Departementet kan gi utenlandsk oppgjørssentral som er gitt tillatelse til å drive oppgjørsvirksomhet og er underlagt betryggende tilsyn i hjemlandet, tillatelse til å drive oppgjørsvirksomhet i Norge uten hinder av reglene i annet og femte ledd.

Ingen kan eie mer enn 20 pst. av aksjekapitalen i en oppgjørssentral. Departementet kan gi dispensasjon fra dette.

§ 6-2. *Oppgjørssentrals kapital*

Oppgjørssentral skal ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig i forhold til den virksomhet som drives.

Oppgjørssentral skal ha en ansvarlig kapital på minst 50 millioner kroner. Departementet kan fastsette hva som skal anses som ansvarlig kapital.

Et beløp tilsvarende minst halvparten av foretakets ansvarlige kapital skal til enhver tid bestå av innskudd eller ubetingede trekkrettigheter i kredittinstitusjon.

Departementet kan gjøre unntak fra reglene i første og annet ledd for oppgjørssentral som driver begrenset virksomhet.

Oppgjørssentral kan ikke eie underliggende finansielle instrumenter eller finansielle instrumenter den driver oppgjørsvirksomhet knyttet til, med mindre det er påkrevet for organiseringen av oppgjøret. Denne bestemmelse gjelder ikke for obligasjoner utstedt av EØS-stat.

§ 6-3. *Oppgjørssentrals virksomhet*

Oppgjørssentral skal organisere oppgjøret mellom partene.

Oppgjørssentral kan bare drive virksomhet som har naturlig sammenheng med utøvelsen av oppgjørsvirksomheten. Kredittilsynet kan pålegge oppgjørssentral å holde tilknyttet virksomhet adskilt fra oppgjørsvirksomheten.

§ 6-4. *Beregning av sikkerhet*

Oppgjørssentral skal påse at sentralen har tilstrekkelig sikkerhet for oppfyllelse av de avtaler sentralen trer inn som part i eller på annen måte garanterer for oppfyllelse av. Oppgjørssentral skal løpende beregne og kreve slik sikkerhet.

Departementet kan ved forskrift eller enkeltvedtak pålegge oppgjørssentralen å kreve ytterligere sikkerhet og stille krav til hvem sikkerheten skal stilles av, når dette anses påkrevet fordi sentralen ikke anses å ha tilstrekkelig sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser.

§ 6-5. *Taushetsplikt*

Ansatte, tillitsmenn og andre personer med bestemmende innflytelse i en oppgjørssentral har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres personlige eller forretningsmessige forhold, med mindre noe annet er bestemt i lov eller forskrift.

§ 6-6. *Oppgjørsrepresentant*

Deltakelse i oppgjørsordning på vegne av kunder kan bare forestås av verdipapirforetak eller kredittinstitusjon.

"Utvalgets vurderinger" i Kapittel 7. Tillatelse til å yte investeringstjenester

§ 7-1. *Tillatelse til å yte investeringstjenester*

Investeringstjenester kan bare ytes av foretak som har tillatelse til dette fra departementet.

Tillatelse kreves ikke for den virksomhet som utøves av Norges Bank, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, forsikringsselskaper eller foretak med tillatelse til å drive virksomhet som opsjonssentral eller oppgjørssentral.

Tillatelse til å yte investeringstjenester kreves ikke der:

1. investeringstjenester bare ytes ved enkelte anledninger og er ledd i en yrkesvirksomhet,
2. investeringstjenester bare ytes overfor selskap innen samme konsern,
3. investeringstjenesten bare består i å formidle ordre om verdipapirer og andeler i verdipapirfond til verdipapirforetak med adgang til å yte investeringstjenester i Norge eller forvaltningsselskap for verdipapirfond, forutsatt at det ikke forestås oppgjør,
4. personer eller foretak som har som sin hovedvirksomhet å handle med råvarer seg imellom eller med produsenter eller profesjonelle brukere av slike varer, yter investeringstjenester kun til disse motparter og bare i det omfang som er nødvendig for å kunne utøve sin hovedvirksomhet,
5. investeringstjenester bare består i å forvalte en ordning for arbeidstakeres eierandeler, eller
6. andre enn verdipapirforetak deltar for egen regning som garantister for fulltegning av emisjoner i finansielle instrumenter.

§ 7-2. *Vilkår for tillatelse*

Tillatelse til å yte investeringstjenester kan gis til kredittinstitusjon eller til allmennaksjeselskap.

Den som faktisk leder den virksomhet tillatelsen gjelder, skal ha relevant erfaring fra markeder for finansielle instrumenter to av de siste fem år før vedkommende tiltrer stillingen eller overtar den faktiske daglige ledelse. I tillegg skal daglig leder og eventuelt annen person som faktisk leder virksomheten ha ført en hederlig vandel og under sitt virke i handelen med finansielle instrumenter ha opptrådt i samsvar med god forretningsskikk.

Gis tillatelse til allmennaksjeselskap gjelder følgende særregler:

1. selskapet skal ha forretningskontor og hovedkontor i Norge,
2. tillatelse kan nektes dersom et medlem av selskapets styre ikke oppfyller nødvendige krav til hederlig vandel og erfaring, og
3. tillatelse kan nektes dersom aksjeeier med betydelig eierandel i selskapet ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

§ 7-3. *Søknad om tillatelse*

I søknad om tillatelse skal det opplyses om hvilke av tjenestene som nevnt i §§ 1-2 og 8-1 foretaket skal yte, og andre opplysninger av betydning for vurderingen av om tillatelse skal gis. Søknaden skal inneholde opplysninger som viser at de lovbestemte kravene i *"Utvalgets vurderinger"* i kapittel 7 og *"Lovforslagets administrative og økonomiske konsekvenser"* i 8 er oppfylt. Konsesjonsmyndighetene kan be om ytterligere opplysninger.

Foretakets vedtekter, driftsplan og interne rutiner for organisering som nevnt i § 9-1 skal være vedlagt.

Dersom søkeren er:

1. datterforetak av et verdipapirforetak med tillatelse i en annen EØS-stat,
2. datterforetak av et hovedforetak for et annet verdipapirforetak med tillatelse i en annen EØS-stat, eller
3. kontrollert av de samme fysiske eller juridiske personer som kontrollerer et verdipapirforetak med tillatelse i en annen medlemsstat

kan tillatelse bare gis etter samråd med myndighetene i vedkommende EØS-stat.

Vedtak om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder de opplysninger som er nødvendig for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt.

Verdipapirforetaket kan starte sin virksomhet umiddelbart etter at tillatelse er gitt.

§ 7-4. *Endringer i aksjeeierstrukturen*

Erverv av betydelig eierandel i verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon kan bare gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt til Kredittilsynet.

Melding til Kredittilsynet skal også foreligge før økning av betydelig eierandel som medfører at vedkommendes andel av aksjekapitalen eller stemmene når opp til eller overstiger 20 prosent, 33 prosent eller 50 prosent.

Kredittilsynet skal innen tre måneder fra den dag melding som nevnt i første og annet ledd er mottatt, nekte slikt erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirforetaket.

§ 7-3 tredje ledd gjelder tilsvarende ved melding om erverv av eierandel dersom ervervet medfører at verdipapirforetaket blir erververens datterforetak eller kontrollert av vedkommende. Fristen etter denne paragrafs tredje ledd gjelder ikke i slike tilfeller.

Kredittilsynet kan sette frister for gjennomføring av erverv etter første og annet ledd.

Ved avhendelse av eierandel som medfører at eierandelens størrelse kommer under grensene som nevnt i første og annet ledd, skal det gis melding til Kredittilsynet.

Kredittilsynet gir nærmere regler om verdipapirforetakenes plikt til å gi melding om foretakets aksjeeiere som nevnt i denne paragraf.

§ 7-5. *Avdelingskontor, filial m.v.*

Verdipapirforetak skal gi melding til Kredittilsynet før det oppretter avdelingskontor i Norge. Kontoret skal ha en leder som oppfyller kravene i § 7-2 annet ledd.

Verdipapirforetak kan yte investeringstjenester i annen EØS-stat etter reglene i § 7-6.

Verdipapirforetak kan etter tillatelse fra Kredittilsynet etablere filial eller datterselskap utenfor EØS-området.

Bestemmelsene i denne paragraf gjelder ikke for kredittinstitusjoner.

§ 7-6. *Melding om virksomhet i annen EØS-stat*

Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon og som ønsker å utøve virksomhet i annen EØS-stat, skal gi Kredittilsynet melding om dette.

Meldingen skal inneholde følgende opplysninger:

1. hvor foretaket har til hensikt å utøve virksomhet, og
2. en virksomhetsplan der det særlig angis hvilke investeringstjenester som skal ytes.

Melding om etablering av filial skal i tillegg inneholde følgende opplysninger:

1. hvordan filialen skal være organisert,
2. adresse i vertsstaten der dokumenter kan innhentes, og
3. navnene på de personer som utgjør filialens ledelse.

Ved melding om utøvelse av virksomhet direkte fra forretningssted i Norge skal Kredittilsynet innen en måned etter å ha mottatt meldingen, oversende den til vedkommende myndigheter i vertsstaten og underrette verdipapirforetaket om dette. Verdipapirforetaket kan fra dette tidspunkt yte de aktuelle investeringstjenester i vertsstaten.

Ved melding om etablering av filial i annen EØS-stat skal Kredittilsynet innen 3 måneder etter å ha mottatt meldingen, oversende den til vedkommende myndigheter i vertsstaten og underrette verdipapirforetaket om dette. Kredittilsynet skal også oversende opplysninger om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder. Så snart vertsstatens myndigheter har gitt opplysninger om de vilkår som skal gjelde for foretaket, herunder reglene om god forretningsskikk, kan filialen etableres og starte sin virksomhet. Tilsvarende gjelder dersom det ikke er mottatt noen opplysninger fra vertsstatens myndigheter innen to måneder etter at de har mottatt melding fra Kredittilsynet.

Oversendelse til vertsstatens myndigheter etter femte ledd skal ikke foretas dersom Kredittilsynet har grunn til å betvile at verdipapirforetakets administrative organisering eller økonomiske stilling er god nok, tatt i betraktning den virksomhet som er planlagt. Kredittilsynets beslutning skal i tilfelle begrunnes overfor verdipapirforetaket innen tre måneder etter at Kredittilsynet har mottatt alle opplysninger i saken.

Ved endring av opplysninger gitt etter første til tredje ledd skal verdipapirforetaket gi skriftlig melding om dette til Kredittilsynet og vedkommende myndigheter i vertsstaten før endringen foretas. Der det er etablert filial i annen EØS-stat skal melding gis minst en måned før endring foretas.

Kredittilsynet skal underrette vertsstatens myndigheter dersom det foretas endringer i opplysninger som er gitt om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder.

§ 7-7. *Verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat*

§§ 7-1 og 7-2 er ikke til hinder for at verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat yter investeringstjenester i Norge direkte fra forretningssted i annen EØS-stat eller gjennom filial. Slike foretak må være gitt tillatelse til å yte investeringstjenester og være underlagt tilsyn i hjemstaten. Dersom foretaket oppretter flere forretningssteder i Norge skal disse regnes som én filial.

Innen to måneder etter at Kredittilsynet har mottatt melding fra myndighetene i annen EØS- stat om etablering av filial etter første ledd, skal

Kredittilsynet forberede tilsynet med foretaket og opplyse foretaket om de vilkår, herunder reglene for god forretningsskikk, som gjelder for utøvelsen av virksomhet i Norge. Filialen kan etableres så snart Kredittilsynet har gitt de nevnte opplysninger, eller senest to måneder etter at Kredittilsynet har mottatt meldingen.

Så snart Kredittilsynet har mottatt melding fra myndighetene i annen EØS-stat om utøvelse av grenseoverskridende virksomhet etter første ledd, skal Kredittilsynet opplyse verdipapirforetaket om de vilkår, herunder reglene for god forretningsskikk som gjelder for utøvelsen av virksomhet i Norge. Verdipapirforetaket kan yte de aktuelle investeringstjenester fra det tidspunkt Kredittilsynet har mottatt melding fra hjemstaten.

Ved endringer av opplysninger i meldinger Kredittilsynet mottar etter denne paragraf, gjelder § 7-6 syvende ledd tilsvarende for verdipapirforetakets plikt til å gi skriftlig melding til Kredittilsynet.

§ 7-8. *Verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS*

Verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS kan gis tillatelse av Kongen til å yte investeringstjenester i Norge gjennom filial. Slike foretak kan i særlige tilfeller også gis tillatelse til å yte tjenester i Norge direkte fra forretningssted utenfor EØS.

Foretaket kan gis tillatelse til å yte tilknyttede tjenester etter § 8-1 dersom det kan drive tilsvarende virksomhet i sin hjemstat.

Tillatelse etter første og annet ledd kan kun gis foretak som har tillatelse til å yte investeringstjenester og er underlagt betryggende tilsyn i hjemstaten.

§ 7-3 første og annet ledd gjelder tilsvarende for søknad om tillatelse etter første ledd.

§ 7-9. *Verdipapirhandellovens anvendelse for utenlandske verdipapirforetak*

For foretak som yter investeringstjenester i Norge etter § 7-7 gjelder bare følgende av bestemmelsene i denne lov:

1. *"Utvalgets oppdrag og arbeid"* **i** kapittel 1 og *"Varederivatenes framvekst internasjonalt – funksjoner og motiver"* i 2,
2. §§ 2a-1 til 2a-6 når det gjelder ansatte i norsk filial av verdipapirforetak med hovedsete i en annen EØS-stat,
3. *"Markeder med norske aktører"* i kapittel 3 til 7,
4. §§ 8-4, 8-5 fjerde ledd, 8-6, 8-7 og 8-8 forsåvidt gjelder finansielle instrumenter notert på norsk børs eller utstedt av norsk foretak, samt § 8-13,
5. *"Merknader til de enkelte bestemmelser"* i kapittel 9 med unntak av § 9-1 første og femte ledd, *"Utkast til lovendringer"* i kapittel 10 og 11,
6. kapittel 13 og
7. kapittel 14.

For foretak med tillatelse etter § 7-8 gjelder bestemmelsene i denne lov, med unntak av:

1. § 7-4 dersom dette er bestemt av Kredittilsynet og tilvarende regler følger av hjemlandets rett,
2. §§ 7-5 annet og tredje ledd, 7-6 og 7-7 samt kapittel 12, og
3. kapittel 12 dersom dette er bestemt av Kredittilsynet på bakgrunn av tilsynsavtale med hjemstatens myndigheter.

Kongen kan gjøre unntak fra denne paragraf der virksomheten er begrenset eller der foretakets virksomhet er regulert av tilsvarende bestemmelser fastsatt av myndighetene i foretakets hjemstat.

§ 7-10. *Verdipapirhandellovens anvendelse for norske verdipapirforetaks filial i utlandet*

Departementet kan gjøre unntak fra § 8-7 for den virksomhet som drives i norske verdipapirforetaks filial i utlandet. Unntak kan bare gjøres dersom filialen er omfattet av eventuelle tilsvarende regler i vertsstaten og under forutsetning av at foretaket har betryggende sikkerhet for oppgjøret. For tillitsvalgtes og ansattes handel for egen regning med finansielle instrumenter gjelder § 2a-1 fjerde ledd.

§ 7-11. *Norsk fondsmeglertittel og betegnelsen fondsmeglerforetak*

Betegnelsen fondsmeglerforetak kan bare benyttes av verdipapirforetak med tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i § 1-2 første ledd nr. 1.

Betegnelsen fondsmegler kan bare benyttes av den som har gjennomført opplæring godkjent av bransjeorganisasjon utpekt av departementet.

"Lovforslagets administrative og økonomiske konsekvenser" ***i*** **Kapittel 8. Virksomhetsregler**

§ 8-1. *Tilknyttede tjenester*

Som tilknyttede tjenester regnes:

1. oppbevaring og forvaltning av finansielle instrumenter,
2. rådgivning med hensyn til foretaks kapitalstruktur, industriell strategi og lignende spørsmål,
3. tjenester i forbindelse med fusjoner og oppkjøp av selskaper,
4. tjenester tilknyttet fulltegningsgaranti,
5. investeringsrådgivning i forbindelse med finansielle instrumenter,
6. tjenester i tilknytning til valutavirksomhet når dette skjer i forbindelse med ytelse av investeringstjenester,
7. boksutleie.

Verdipapirforetak skal gi melding til Kredittilsynet før det tilbyr tilknyttede tjenester utover det som fremgår av tillatelse etter § 7-1 første ledd.

§ 8-2. *Kredittgivning*

Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon kan bare yte kreditt etter tillatelse fra departementet. Kreditt kan kun ytes til kjøp av finansielle instrumenter som handles gjennom foretaket.

Foretak med tillatelse til å yte kreditt skal påse at det stilles betryggende sikkerhet for kreditten. Kreditten skal tilbakebetales i løpet av én måned etter at den er gitt.

Foretaket kan ikke yte kreditt til kunder dersom det foreligger særlige forhold som medfører risiko for at kunden ikke kan oppfylle sine forpliktelser.

Foretaket kan ikke yte kreditt på bedre vilkår enn de alminnelige vilkår foretaket ellers benytter, ved kreditt til:

1. styremedlem,
2. person som alene eller sammen med andre avgjør foretakets kredittsaker,
3. aksjeeier med minst tre prosent av aksjekapitalen,
4. noen som er nærstående til person som nevnt i punkt 1 til 3 etter § 1-5 nr. 1 til 4.

§ 8-3. *Verdipapirforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet*

Verdipapirforetak kan utover det som følger av § 8-1, § 8-2 eller tillatelse til å drive finansieringsvirksomhet, ikke drive annen næringsvirksomhet uten at dette har naturlig sammenheng med utøvelsen av investeringstjenestevirksomheten.

Kredittilsynet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra første ledd.

Et verdipapirforetak kan ikke:
1. ha ubegrenset ansvar i annet foretak,
2. ha eiendeler i og delta i driften av annen næringsvirksomhet, eller
3. ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd

dersom dette svekker verdipapirforetakets uavhengige stilling.

§ 8-4. *Ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet m.m.*

Ansatte i verdipapirforetak som normalt har innsyn i eller arbeider med foretakets investeringstjenester må ikke være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap i foretak med finansielle instrumenter som er gjenstand for organisert omsetning eller forvaltningsselskap for verdipapirfond. Vedkommende må heller ikke ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd i slikt selskap.

Kredittilsynet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra bestemmelsen i første ledd første punktum.

§ 8-5. *Verdipapirforetaks handel i finansielle instrumenter for egen regning*

Med de begrensninger som følger av §§ 9-2 og 9-3, kan et verdipapirforetak bare kjøpe, selge eller tegne finansielle instrumenter for egen regning når:
1. handelen foretas som ledd i investeringstjenestevirksomhet,
2. eller handelen er ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning.

For verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon kan handel som nevnt i første ledd nr. 2 kun foretas i finansielle instrumenter notert på regulert marked. Foretaket skal gi Kredittilsynet melding om slik egenhandel etter nærmere regler fastsatt av Kredittilsynet.

Kredittilsynet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra annet ledd første punktum dersom finansielle instrumenter ønskes ervervet til varig eie eller bruk for foretaket.

Ved salg av finansielle instrumenter verdipapirforetaket ikke eier, må foretaket ha tilgang til de finansielle instrumentene slik at rettidig levering er sikret på avtaletidspunktet.

§ 8-6.

Opphevd ved lov 21 mai 1999 nr. 28.

§ 8-7. *Formidling av salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier*

Verdipapirforetak kan bare formidle salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier dersom kunden har tilgang til de finansielle instrumentene og foretaket er sikret rettidig levering på avtaletidspunktet.

§ 8-8. *Lån av finansielle instrumenter*

Ved formidling av avtaler om lån av finansielle instrumenter skal verdipapirforetaket påse at det stilles betryggende sikkerhet for lånet. Sikkerheten skal minst tilsvare instrumentenes markedsverdi til enhver tid, med tillegg av en marginsikkerhet etter nærmere regler fastsatt av departementet.

Kravet til sikkerhetsstillelse etter første ledd gjelder tilsvarende dersom verdipapirforetaket låner ut finansielle instrumenter fra egen portefølje.

Låneavtaler etter første og annet ledd samt avtaler om verdipapirforetaks lån av finansielle instrumenter skal være standardiserte. Avtalene skal godkjennes av Kredittilsynet dersom de ikke inngås under medvirkning av en oppgjørssentral, som enten garanterer eller trer inn som part i avtalen. Kredittilsynet kan trekke godkjenningen tilbake dersom hensynet til sikker levering tilsier det.

§ 8-9. *Minstekrav til startkapital*

Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, skal ha en startkapital på et beløp i norske kroner som minst svarer til 730.000 euro. For foretak som i henhold til tillatelsen bare skal yte enkelte investeringstjenester, kan Kredittilsynet gi tillatelse til en lavere startkapital, men ikke lavere enn et beløp i norske kroner som svarer til 125.000 euro.

Departementet kan fastsette i forskrift hva som skal regnes som startkapital.

§ 8-10. *Kapitaldekningskrav*

Verdipapirforetak skal til enhver tid ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av den virksomhet foretaket driver, herunder den markedsrisiko og kredittrisiko foretaket påtar seg. For verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, kan ikke den ansvarlige kapitalen i noe tilfelle være mindre enn de beløp som følger av § 8-9 første ledd.

Departementet fastsetter ved forskrift hva som skal anses som ansvarlig kapital, regler for beregningsgrunnlaget og hva som skal anses som forsvarlig dekningsgrad for de ulike typer risiko som er knyttet til den virksomhet foretaket driver etter denne lov.

Verdipapirforetak kan bare yte investeringstjenester dersom kravene til ansvarlig kapital er oppfylt. Departementet kan i særlige tilfeller og for en tidsbegrenset periode samtykke i at et verdipapirforetak kan ha lavere kapitaldekning enn fastsatt. Foretak som ikke oppfyller kravene i første ledd annet punktum, skal innstille sin virksomhet, med mindre forholdet rettes innen en frist fastsatt av Kredittilsynet.

Allmennaksjeloven § 8-1 annet ledd gjelder ikke for verdipapirforetak.

§ 8-11. *Høyeste engasjement med en enkelt kunde*

Et verdipapirforetak kan ikke ha høyere samlet engasjement med en enkelt kunde enn det som til enhver tid er forsvarlig.

Departementet kan fastsette forskrift om høyeste samlede engasjement med en enkelt kunde, herunder om beregningsmåte for engasjement i og utenfor balansen.

Departementet kan gi bestemmelser om anvendelsen av grense for høyeste engasjement med en enkelt kunde også på engasjementer med to eller flere kunder, når bestemmende innflytelse eller økonomiske forbindelser mellom disse kan ha vesentlig betydning ved kredittvurderingen.

§ 8-12. *Konsolideringsregler*

Dersom verdipapirforetaket:

1. har et datterforetak som er verdipapirforetak, eller finansinstitusjon,
2. direkte eller indirekte har 20 prosent eller mer av stemmerettene eller kapitalen i foretak som nevnt i nr. 1, eller
3. har morselskap som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i konsernet

skal kravene i §§ 8-10 og 8-11 anvendes på konsolidert grunnlag.

Departementet kan gi nærmere regler om konsolidering, herunder om hva som skal regnes som datterforetak eller morselskap etter første ledd.

§ 8-13. *Sikkerhetsstillelse*

Verdipapirforetak skal ha en forsikring eller annen sikkerhet som dekker ansvar foretaket kan pådra seg ved utøvelsen av sin virksomhet.

Skadelidte kan kreve dekning direkte fra den som har stilt sikkerheten uten først å ha rettet kravet mot foretaket. Sikkerhetsstilleren kan ikke gjøre gjeldende andre innsigelser overfor skadelidte enn de innsigelser verdipapirforetaket selv har i forhold til skadelidte.

Departementet kan gi nærmere regler om forsikring eller annen sikkerhet etter denne bestemmelsen, herunder om sikkerhetens størrelse og dekningsfelt, hvem som skal anses som skadelidt og hvordan verdipapirforetaket og sikkerhetsstilleren skal behandle krav som kreves dekket av sikkerheten.

Departementet kan bestemme i hvilken grad reglene om sikkerhet skal gjelde for kredittinstitusjoner eller utenlandske foretak som yter investeringstjenester i Norge. Departementet kan bestemme at enkelte grupper av investorer eller enkelte typer krav ikke behøver å være dekket av sikkerheten.

"Merknader til de enkelte bestemmelser" ***i*** **Kapittel 9. Organisering av virksomheten m.m.**

§ 9-1. *Organisering av virksomheten*

Verdipapirforetak skal innrette sin virksomhet slik at foretaket:

1. har gode administrasjons- og regnskapsrutiner, kontroll- og sikkerhetsordninger, herunder stillingsinstrukser som særskilt regulerer ansvarsfordelingen mellom daglig leder og andre ledere av virksomheten,
2. har tilfredsstillende interne kontrollmetoder, som blant annet omfatter regler for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ansatte,
3. oppbevarer finansielle instrumenter og midler tilhørende investorene atskilt fra foretakets egne midler og for øvrig treffer tilfredsstillende tiltak med sikte på å verne investorenes rettigheter og forhindre at verdipapirforetaket benytter investorenes midler for egen regning,
4. sørger for at det blir ført en liste over utførte transaksjoner som skal være minst så fyllestgjørende at Kredittilsynet kan kontrollere om de tilsynsregler tilsynet har ansvar for, er overholdt; slike lister skal oppbevares i det tidsrom Kredittilsynet fastsetter, og
5. er oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum. Ved opprettelse av en filial kan organisasjonsmåten ikke være i strid med de regler for god forretningsskikk som vertsstaten har fastsatt med hensyn til interessekonflikter.

Foretaket skal ha interne instrukser for de ansattes adgang til å være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap eller ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd i selskaper. Slike instrukser skal også omfatte styremedlemmer som har slik innflytelse i verdipapirforetaket som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd. Tilsvarende instrukser skal utarbeides for tilfeller der det er gitt dispensasjon etter § 8-4 annet ledd.

Foretaket skal ha interne rutiner for krav til og beregning av sikkerhet ved formidling og inngåelse av avtaler etter § 8-8 første og annet ledd og § 9-5, samt ved kredittgivning etter § 8-2.

Foretaket skal ha interne instrukser for taushetsplikt etter § 9-8, herunder for utveksling av informasjon mellom ulike deler av virksomheten.

Styret og daglig leder skal utarbeide interne retningslinjer og instrukser i samsvar med første til fjerde ledd.

Departementet kan i særlige tilfeller fastsette utfyllende regler om krav til foretakenes interne retningslinjer og instrukser.

§ 9-2. *God forretningsskikk*

Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med de vilkår som er satt for tillatelsen, øvrige bestemmelser som gjelder for utøvelsen av dets

virksomhet samt god forretningsskikk. Foretaket skal herunder påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte ved at det:

1. opptrer ryddig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet, herunder utfører mottatte oppdrag med tilbørlig omhu og hurtighet,
2. utviser den nødvendige kompetanse, omhu og interesse i sin opptreden,
3. har og effektivt benytter de ressurser og de fremgangsmåter som er nødvendig for å kunne utøve virksomheten på en god måte,
4. sørger for å få nødvendige opplysninger om kundenes identitet, økonomiske stilling og investeringserfaring,
5. på en egnet måte gir de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder, og
6. bestreber seg på å unngå interessekonflikter ved bl.a. å sørge for at kundens interesser går foran foretakets interesser, samt at enkelte kunder ikke usaklig tilgodeses på bekostning av andre kunder.

Ved utførelse av ordre skal anvendelsen av første ledd nr. 1 til 6 vurderes på bakgrunn av investors profesjonalitet. Som investor regnes den som er opphavsmann til ordren.

Når særskilt kurs ikke er angitt i et oppdrag, skal oppdraget utføres til en kurs som etter markedets stilling er rimelig.

Kunden skal gis den beste pris foretaket anser det kan oppnå på bakgrunn av tilgjengelig kursinformasjon, med mindre kunden forlanger at foretaket stiller en bestemt kurs eller vedkommende aksepterer en bestemt kurs når oppdraget gis.

Før foretaket påtar seg oppdrag eller yter investeringstjenester i tilfelle hvor foretakets egne interesser eller andre særlige grunner er egnet til å skape tvil om foretakets uavhengighet, skal oppdragsgiver eller andre interesserte parter gis de nødvendige opplysninger om forholdet.

Før et verdipapirforetak gjør forretninger med investorer skal det opplyse dem om hvilken dekning som gis under sikkerhetsstillelsen som nevnt i § 8-13.

Ytelse av investeringstjenester kan bare foretas fra fast forretningssted.

Denne paragraf gjelder tilsvarende for foretakets ansatte og tillitsvalgte og for personer og foretak som har slik innflytelse i verdipapirforetaket som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd.

§ 9-3. *Krav til god forretningsskikk ved egenhandel*

Verdipapirforetak kan ikke foreta egenhandel som nevnt i § 8-5 første ledd nr. 2 i finansielle instrumenter det foreligger kundeordre på og der særskilt kurs ikke er angitt i ordren. Første punktum gjelder ikke dersom vedkommende som utfører handelen på foretakets vegne ikke kjente til, og heller ikke burde ha kjent til, at det forelå kundeordre.

Verdipapirforetaket kan ikke tre inn i avtalen med oppdragsgiveren dersom foretaket kan oppnå bedre betingelser for kunden ved kjøp eller salg i markedet på tidspunktet for behandling av oppdraget. Dersom verdipapirforetaket helt eller delvis har trådt inn som motpart i avtalen, skal kunden ved sluttseddelen opplyses om dette.

Dersom det etterspørres et større antall verdipapirer enn det som tilbys ved et offentlig tilbud som reguleres av *"Behovet for regulering"* i kapittel 5, kan verdipapirforetak som bistår tilbyder i forbindelse med tilbudet ikke tildeles verdipapirer hvis slik tildeling medfører avkortning av tildeling til foretakets kunder.

§ 9-4. *Handel i børsnoterte finansielle instrumenter*

Verdipapirforetak skal straks melde til børsen transaksjoner i finansielle instrumenter børsnotert i Norge. Departementet kan fastsette nærmere regler om slik melding. Departementet kan videre fastsette regler om at verdipapirforetak skal gi melding til børsen om handel i ikke-børsnoterte opsjoner og terminer som gjelder kjøp eller salg av finansielle instrumenter børsnotert i Norge.

Et verdipapirforetak kan ikke utføre investeringstjenester som nevnt i § 1-2 første ledd nr. 1 til 3 i et finansielt instrument som er suspendert fra kursnotering på børs. Avtaler som er inngått før suspensjonstidspunktet og hvor prisen er fastsatt, kan likevel gjennomføres.

Verdipapirforetakets handel i finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 4 til 7 som er børsnoterte, skal foretas under medvirkning av oppgjørssentral som nevnt i § 6-1. Denne bestemmelsen gjelder ikke for tegningsretter eller kjøpsretter som utstedes på like vilkår, samtidig og i en gitt mengde dersom utsteder eier de underliggende verdipapirene.

§ 9-5. *Verdipapirforetaks handel i opsjoner m.v.*

Ved formidling av handel i finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 4 til 7, skal verdipapirforetaket påse at foretaket har betryggende sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser. Departementet kan fastsette nærmere regler om sikkerhetsstillelse.

Ved handel som foretas under medvirkning av norsk eller utenlandsk oppgjørssentral som driver virksomhet som nevnt i § 1-6, skal verdipapirforetaket påse at kunden stiller minst den samme sikkerheten som den oppgjørssentralen krever.

Første ledd gjelder tilsvarende for verdipapirforetaks handel for egen regning.

Denne paragraf gjelder tilsvarende for verdipapirforetaks handel i opsjoner og terminer basert på varer.

§ 9-6. *Handel i finansielle instrumenter som er registrert i Verdipapirsentralen*

Verdipapirforetak skal registrere handler i VPS-registrerte finansielle instrumenter i Verdipapirsentralen samme dag som avtale inngås.

§ 9-7. *Oppgaveplikt*

Verdipapirforetak plikter å føre oppgaver over mottatte og utførte oppdrag som gir full oversikt over dets forretningsførsel. Kredittilsynet kan fastsette forskrift om verdipapirforetakenes oppgave-plikt.

§ 9-8. *Taushetsplikt for verdipapirforetak og dets ansatte*

Ansatte, tillitsmenn og personer med bestemmende innflytelse i verdipapirforetak har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold, med mindre annet er bestemt i lov eller forskrifter gitt med hjemmel i lov.

Første ledd gjelder tilsvarende for enhver som utfører arbeid for verdipapirforetaket, selv om vedkommende ikke er ansatt i foretaket.

"Utkast til lovendringer" i Kapittel 10. Motregning av enkelte finansielle instrumenter

§ 10-1. *Anvendelsesområdet*

Dette kapittel gjelder fremtidige renteavtaler (FRA), rente- og valutaopsjoner, rente- og valutaterminer, rente- og valutabytteavtaler, og avtaler om handel med valuta. Departementet kan bestemme at dette kapittel også skal gjelde avtaler om andre finansielle instrumenter.

§ 10-2. *Motregning*

Skriftlig avtale mellom to parter om at partenes forpliktelser etter avtaler som nevnt i § 10-1 skal motregnes til markedskurs løpende eller ved misligh-old, kan gjøres gjeldende uten hinder av dekningsloven §§ 7-3 og 8-1.

§ 10-3. *Sikkerhet stilt overfor oppgjørssentral*

Sikkerhet for avtaler som nevnt i § 10-1, som er stilet overfor en oppgjørs-sentral i samsvar med de regler som gjelder for sentralen, kan ikke omstøtes etter dekningsloven § 5-7.

Kapittel 11. Handel med finansielle instrumenter gjennom verdipapirforetak

§ 11-1. *Utførelse av oppdrag*

Investeringstjenester som nevnt i § 1-2 første ledd nr. 1 skal utføres i verdipapirforetakets navn. Verdipapirforetaket er ansvarlig overfor oppdragsgiveren og den det slutter avtale med, for oppfyllelse av ordre det har utført. Verdipapirforetaket er ikke ansvarlig overfor oppdragsgiveren dersom oppdragsgiveren på forhånd har godkjent den annen part.

§ 11-2. *Verdipapirforetaks forretningsvilkår*

Verdipapirforetak skal utarbeide forretningsvilkår som minst regulerer følgende forhold:

1. i hvilken form de enkelte oppdrag skal gis,
2. oppdragets varighet,
3. tid og sted for levering og oppgjør, herunder hvilke erklæringer som skal anses som tilstrekkelig bekreftelse på levering og oppgjør,
4. verdipapirforetakets godtgjørelse, herunder om godtgjørelse kan tas i form av kurtasje eller fra kursdifferansen, hva foretaket kan kreve dersom handel ikke kommer istand, adgangen til å kreve dekning av utlegg, samt om og med hvem foretaket eventuelt deler godtgjørelse,
5. oppdragsgivers adgang til å gjøre gjeldende at avtalen eller noen av dens vilkår er i strid med oppdraget, herunder eventuelle frister for å gi melding til foretaket,
6. reklamasjon i tilfeller der det gjøres gjeldende at en avtale ikke er bindende, herunder virkningene av en reklamasjon for forholdet mellom den part som påberoper seg ugyldighetsreglene og investeringsforetaket,
7. adgangen til å slutte dekningsavtale dersom levering av finansielle instrumenter ikke skjer rettidig, herunder bestemmelser om beregning av erstatning dersom dekningsavtale sluttes.

Ved etablering av forretningsforhold skal foretakets forretningsvilkår forelegges kunden. Det samme gjelder ved senere endringer i vilkårene.

§ 11-3. *Innbyrdes forretninger*

Har et verdipapirforetak mottatt oppdrag både om kjøp og salg av samme finansielle instrument, kan oppdragene utføres ved at foretaket selv foretar avtaleslutningen på vegne av oppdragsgiverne. Foretaket skal vareta begge oppdragsgiveres tarv med samme omhu, og fastsette prisen på de finansielle instrumentene på grunnlag av børskurs eller, dersom børskurs ikke foreligger, en kurs som etter markedets stilling er rimelig.

§ 11-4. *Underretning om utførte oppdrag*

Verdipapirforetaket skal ved sluttseddel eller på annen måte straks gi oppdragsgiveren underretning om avtale som er sluttet for vedkommendes regning.

Utførte oppdrag skal bekreftes ved sluttseddel. Kredittilsynet kan gi regler om sluttsedlers form og innhold.

§ 11-5. *Verdipapirforetakets sikkerhetsrett*

Verdipapirforetak har tilbakeholdsrett i de finansielle instrumenter som det har kjøpt for oppdragsgiver, for så vidt gjelder krav som springer ut av oppdraget.

Betaler ikke oppdragsgiveren innen tre dager etter oppgjørsfrist, kan foretaket selge de finansielle instrumentene for oppdragsgiverens regning til dekning av sine krav, med mindre annet er avtalt.

Dekningssalg som nevnt i annet ledd, skal foretas til børskurs eller en kurs som etter markedets stilling er rimelig.

§ 11-6. *Alminnelige ugyldighetsregler*

Ved kjøp eller salg av finansielle instrumenter gjennom verdipapirforetak gjelder de alminnelige regler om avtalers ugyldighet tilsvarende i forholdet mellom kjøperen og selgeren.

§ 11-7. *Innsigelse ved forsinkelse*

Dersom en part ikke har oppfylt sine plikter til den tid som er fastsatt i avtalen, må den annen part straks gi melding dersom han vil påberope forsinkelsen som grunnlag for å heve avtalen, med mindre annet er avtalt.

Kapittel 12. Om tilsyn med verdipapirhandelen

§ 12-1. *Tilsyn med handelen i finansielle instrumenter*

Tilsyn med handelen i finansielle instrumenter og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandelen forestås av departementet.

Tilsyn med verdipapirforetaks og oppgjørssentralers virksomhet, samt med overholdelse av denne lovs bestemmelser, skal føres av Kredittilsynet.

Dersom en børs har grunn til å anta at det er benyttet urimelige forretningsmetoder, opptrådt i strid med god forretningsskikk eller for øvrig handlet i strid med bestemmelsene i denne lov, skal dette meddeles Kredittilsynet.

§ 12-2. Opplysningsplikt

Verdipapirforetak og oppgjørssentral plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som måtte bli krevet om forhold som angår dets forretning og virksomhet. Foretaket plikter å fremvise og i tilfelle utlevere til kontroll oppgaver i henhold til § 9- 7 og øvrige dokumenter som angår virksomheten.

Dersom det inntreffer forhold som medfører risiko for at foretak som nevnt i første ledd ikke vil kunne oppfylle de fastsatte kapitalkrav, eller det oppstår andre forhold som kan innebære stor risiko knyttet til driften av foretaket, skal foretaket straks gi melding til Kredittilsynet om dette. Verdipapirforetak skal dessuten opplyse Kredittilsynet om skifte av ledere som nevnt i § 7-2 annet ledd. For verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, gjelder opplysningsplikten også ved endringer i sammensetningen av selskapets styre.

Et verdipapirforetak skal i det omfang og på den måten Kredittilsynet bestemmer, melde fra om transaksjoner i finansielle instrumenter som er gjenstand for omsetning på et regulert marked innenfor EØS-området og som er foretatt gjennom filial eller ved grenseoverskridende virksomhet i en annen EØS-stat.

Kredittilsynet kan uten hinder av taushetsplikt kreve å få de opplysninger det finner påkrevet i sin kontrollvirksomhet fra Verdipapirsentralen på den måten Kredittilsynet finner hensiktsmessig.

Et foretak plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestem-

melser gitt i eller i medhold av denne lov vedrørende finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket.

Dersom Kredittilsynet har mistanke om overtredelse av § 2-1 første ledd, § 2-2 første ledd eller § 2-6, kan enhver pålegges å måtte gi de opplysninger tilsynet krever, med mindre opplysningene er underlagt lovbestemt taushetsplikt. Opplysninger innhentet i medhold av forrige punktum kan bare brukes i den sak de er innhentet for. Den som begjæres avhørt, har rett til å la seg bistå av advokat. Den som begjæres avhørt, kan nekte å svare på spørsmål når svaret vil kunne utsette vedkommende selv eller noen vedkommende står i forhold til som nevnt i straffeprosessloven § 122 første og annet ledd, for straff eller tap av borgelig aktelse.

Kredittilsynet skal gjøre de opplysningspliktige oppmerksom på opplysningspliktens omfang og begrensninger.

§ 12-3. *Kredittilsynets taushetsplikt*

Kredittilsynet har taushetsplikt etter kredittilsynsloven § 7 første ledd.

Gir kontrollen grunn til å anta at noen er eller vil bli påført tap som følge av at bestemmelser i lov eller i medhold av lov ikke er overholdt, kan Kredittilsynet underrette vedkommende om forholdet.

§ 12-4. *Pålegg m.v.*

Kredittilsynet kan gi foretak som nevnt i § 12-1 annet ledd pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller forskrift gitt med hjemmel i lov. Pålegg om retting kan også gis dersom verdipapirforetak opptrer i strid med interne retningslinjer og instrukser som nevnt i § 9-1. Tilsvarende gjelder dersom den som faktisk leder oppgjørsvirksomheten i oppgjørssentral eller verdipapirforetaks ledelse eller styre ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring som fastsatt i § 6-1 tredje ledd og § 7-2 annet og tredje ledd.

Første ledd gjelder tilsvarende dersom Kredittilsynet underrettes av tilsynsmyndigheter i annen EØS-stat om at et norsk verdipapirforetak har overtrådt regler som gjelder for foretakets virksomhet i vedkommende land. Kredittilsynet skal i tilfelle underrette vedkommende myndighet om hvilke pålegg som blir gitt.

Kredittilsynet kan forby verdipapirforetak å drive virksomhet som ikke anses tilfredsstillende regulert i lov, forskrift gitt med hjemmel i lov eller interne retningslinjer og instrukser som nevnt i § 9-1, når virksomheten kan påføre foretaket eller dets kunder uforsvarlig stor risiko. Kredittilsynet kan også gi pålegg om at slik virksomhet bare kan finne sted på bestemte vilkår.

Dersom en aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, eller en aksjeeier ikke har gitt melding til Kredittilsynet etter § 7-4 første eller annet ledd, eller erverver aksjer i strid med Kredittilsynets vedtak etter § 7-4 tredje ledd, kan Kredittilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves.

§ 12-5. *Tilbakekall av tillatelse*

Kredittilsynet kan helt eller delvis tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester dersom verdipapirforetaket:

1. ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å yte investeringstjenester i mer enn seks måneder,
2. har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen, herunder

kravene til ansvarlig kapital,
4. foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,
5. gjør seg skyldig i mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller
6. ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 12-4.

Dersom tillatelsen til et foretak som driver virksomhet i en annen EØS-stat tilbakekalles, skal vedkommende myndigheter i vertsstaten underrettes.

§ 12-6. *Opplysningsplikt overfor børsen*

Børsen kan kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt. Ved tilsidesettelse av opplysningsplikt gjelder § 14-1.

Kapittel 13. Tilsyn med verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

§ 13-1. *Opplysningsplikt*

Kredittilsynet kan til statistisk bruk pålegge verdipapirforetak som yter investeringstjenester i henhold til § 7-7 å avgi rapporter om sin virksomhet.

Kredittilsynet kan kreve de opplysninger fra verdipapirforetakene som anses nødvendige for å kontrollere at de regler som gjelder for virksomheten herri landdt overholdes.

§ 13-2. *Stedlig kontroll*

Etter forutgående melding til Kredittilsynet kan vedkommende myndigheter i verdipapirforetakets hjemstat, i samarbeid med Kredittilsynet, foreta stedlig kontroll i filial etablert i henhold til § 7-7. Etter anmodning fra vedkommende myndigheter i hjemstaten kan Kredittilsynet foreta den nevnte kontroll.

Første ledd er ikke til hinder for at Kredittilsynet kan foreta den stedlige kontroll som anses nødvendig for å kontrollere at de regler som gjelder for filialens virksomhet her i landet overholdes.

§ 13-3. *Pålegg om retting m.m.*

Kredittilsynet skal gi verdipapirforetak som yter investeringstjenester i henhold til § 7-7 pålegg om retting, herunder opphør av virksomhet her i landet, dersom virksomheten drives i strid med lov eller forskrift.

Kredittilsynet kan treffe tiltak for å hindre nye overtredelser dersom pålegg etter første ledd ikke etterkommes.

Før Kredittilsynet gir pålegg etter første ledd, skal tilsynsmyndighetene i verdipapirforetakets hjemstat varsles, og gis anledning til å treffe tiltak for å bringe det lovstridige forhold til opphør.

Hvis det er nødvendig for å verne interessene til investorer og andre som mottar tjenester fra verdipapirforetaket, kan Kredittilsynet treffe nødvendige tiltak uten slikt varsel som nevnt i tredje ledd.

Dersom et foretak med hovedsete i annen EØS-stat har fått sin tillatelse tilbakekalt, skal Kredittilsynet treffe tiltak for å hindre at foretaket fortsatt yter investeringstjenester her i landet.

Kapittel 14. Sanksjoner

§ 14-1. *Daglig mulkt*

Børsen kan ilegge foretak eller person som forsømmer sine plikter etter *"Noen hendelser fra varederivatmarkedene"* i kapittel 4 en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

Børsen fastsetter mulktens størrelse. Mulkten tilfaller statskassen.

Påløpt mulkt forfaller til betaling ved påkrav og er tvangsgrunnlag for utlegg.

§ 14-2. *Vinningsavståelse*

Dersom det er oppnådd vinning ved en uaktsom eller forsettlig overtredelse av §§ 2-1 første ledd, 2-2 første og annet ledd, 2-3, 2-5, 2-6, 2a-2 til 2a-6, 8-2 til 8-6, 9-2, 9-3, eller 9-4 annet ledd, kan den som vinningen er tilfalt, pålegges helt eller delvis å avstå denne. Dette gjelder også når den som vinningen tilfaller, er en annen enn lovovertrederen. Kan størrelsen av vinningen ikke godtgjøres, fastsettes beløpet skjønnsmessig.

Dersom vinningen er tilfalt et selskap som inngår i et konsern, hefter selskapets morselskap og morselskapet i det konsern selskapet er en del av, subsidiært for beløpet.

Økokrim kan utferdige forelegg på vinningsavståelse etter denne paragraf. Beslutning om å utferdige forelegg anses ikke som enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Forelegget skal ha frist for vedtakelse på inntil to måneder. Vedtatt forelegg er tvangsgrunnlag for utlegg. Dersom forelegget ikke vedtas, kan Økokrim innen tre måneder etter utløpet av vedtaksfristen reise sak mot vedkommende i den rettskrets der vedkommende kan saksøkes. Saken følger lov om rettergangsmåten for tvistemål. Megling i forliksrådet er ikke nødvendig.

Det skal gjøres fradrag i kravet om vinningsavståelse for beløp som den ansvarlige ved dom blir tilpliktet å betale tilbake til den skadelidte. Det samme gjelder hvis vedkommende på forhånd har foretatt slik tilbakebetaling og godtgjør at tilbakebetaling har funnet sted. Dersom dom som nevnt i første punktum avsies etter at vinning er avstått, og den ansvarlige ikke har midler til å dekke kravet, skal den avståtte vinning tilbakeføres til skadelidte i den grad det er nødvendig for å betale det i dommen fastsatte beløp.

Kravet om vinningsavståelse foreldes etter ti år. For øvrig får reglene i lov av 18. mai 1979 nr. 18 om foreldelse av fordringer anvendelse så langt de passer.

Dersom overtredelsen behandles av påtalemyndigheten eller retten etter lov av 22. mai 1981 nr. 25 om rettergangsmåten i straffesaker, skal eventuelt krav om vinningsavståelse tas med som inndragningskrav etter straffeloven § 34.

§ 14-3. *Straff*

Med bøter eller fengsel inntil seks år, straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 2-1 første ledd eller § 2-6.

Med bøter eller fengsel inntil 1 år, straffes den som forsettlig eller uaktsomt:

1. overtrer § 2-1 annet eller tredje ledd, § 2-2, § 2- 3, §§ 2a-1 til 2a-7 eller § 3-1,
2. gir villedende eller uriktige opplysninger i prospekt, annonser m.v. som nevnt i § 5-5, eller overtrer bestemmelsene i §§ 5-1, 5-7 og 5-8,
3. overtrer § 6-1 første ledd eller § 6-5,
4. overtrer §§ 7-1 eller 7-11,
5. overtrer §§ 8-2 til 8-8,
6. grovt eller gjentatte ganger overtrer § 2-5 eller § 9-2,
7. overtrer plikten til å oppbevare finansielle instrumenter og midler tilhørende investorene atskilt fra foretakenes midler, jf. § 9-1 første ledd nr.

3,
8. overtrer §§ 9-3 til 9-8,
9. overtrer § 11-3,
10. overtrer §§ 12-2 eller pålegg gitt med hjemmel i 12-4.

Med bøter straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer §§ 3-2 eller 3-3.

Medvirkning straffes på samme måte.

Påtale finner sted bare når allmenne hensyn krever det. Straffbar overtredelse av § 2-1 første ledd og § 2-6 anses som forbrytelse, for øvrig anses straffbar overtredelse som forseelse.

Kapittel 15. Ikrafttredelses- og overgangsbestemmelser. Endringer i andre lover

§ 15-1. *Ikrafttredelses- og overgangsbestemmelser*

Loven trer i kraft fra den tid Kongen bestemmer. Lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel m.v. oppheves fra samme tidpunkt. De enkelte bestemmelser kan settes i kraft til ulik tid. Kongen kan fastsette overgangsregler.

§ 15-2. *Endringer i andre lover*

Fra den tid loven trer i kraft, gjøres følgene endringer i andre lover: – – –

Sist oppdatert 17. sep 1999 av Lovdata.