

Innst. O. nr. 104

(2000-2001)

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

Ot.prp. nr. 53 (2000-2001)

Til Odelstinget

1. PROPOSISJONENS HOVEDINNHOOLD

1.1 Innledning

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

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

Det finnes en rekke varederivatmarkeder hvor det finnes norske investorer og mellommenn, herunder i jordbruksmarkedet (kornderivater), metallmarkedet (aluminiumsderivater), fraktmarkedet (fraktratederivater) og i oljemarkedet (oljederivater). Markedsplasser for disse varederivatene finnes i utlandet. Kraftderivatmarkedet er for tiden det eneste varederivatmarkedet med markeds plass i Norge. Markedet for den underliggende varen (kraft) er særskilt regulert i energiløven, og berøres ikke av det foreliggende forslaget.

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

1.2 Sammendrag av proposisjonen

Departementet foreslår en generell definisjon av varederivater som et finansielt instrument, uavhengig av om det er kraft eller en annen vare eller tjeneste som er underliggende aktivum. Definisjonen vil bare omfatte «finansielle» varederivater, bl.a. for å avgrense mot alminnelige leveransekontrakter. Se kap. 5 i proposisjonen.

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

Det foreslås at mellommannsvirksomhet i varederivater ikke underlegges alminnelig konsesjonsplikt. Dette skyldes for det første vesentlige ulikheter i reguleringsbehovet mellom finansielle markeder og varederivatmarkeder, og ulikheter i de internasjonale rammevilkår for slik virksomhet. Videre vil markedsplas-

sen kunne regulere mellommenn gjennom deres børsmedlemskap. Det foreslås imidlertid å gjøre enkelte av virksomhetsreglene i verdipapirhandelloven kap. 9 gjeldende for varederivatforetak. Se kap. 7 i proposisjonen.

Markedsplasser for varederivater ble ved lov om børsvirksomhet av 17. november 2000 nr. 80 § 1-4 gitt mulighet til å søke om børskonsesjon. Dersom varederivater defineres som finansielle instrumenter, reduseres behovet for særskilte tilpasninger i børsloven for at markedsplasser for varederivater skal kunne søke konsesjon. Se kap. 8 i proposisjonen.

Departementet foreslår at de alminnelige reglene om oppgjør og registrering bør få anvendelse ved handel i varederivater. Det foreslås videre å innføre en særskilt motregningsadgang for varederivater som gjøres opp under medvirkning av en oppgjørssentral, se kap. 9 i proposisjonen.

2. BAKGRUNNEN FOR LOVFORSLAGET

2.1 Sammendrag

Lovforslaget bygger på Varederivatutvalgets innstilling som er trykket som NOU 1999:28. Det vises til kap. 7 i proposisjonen for oversikt over utvalgets oppnevning og mandat og høringer.

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

Enkelte høringsinstanser, mener at behovet for regulering må vurderes separat for de enkelte varederivatmarkeder.

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

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

2.2 Komiteens merknader

Komiteen, medlemmene fra Arbeiderpartiet, lederen Dag Terje Andersen, Erik Dalheim, Grethe G. Fossum, Britt Hildeng, Ottar Kaldhol, Torstein Rudihagen og Signe Øye, fra Kristelig Folkeparti, Valgerd Svarstad Haugland,

Lars Gunnar Lie og Ingebrigt S. Sørfonn, fra Høyre, Børge Brende, Per-Kristian Foss og Kjellaug Nakkim, fra Fremskrittspartiet, Siv Jensen, Per Erik Monsen og Kenneth Svendsen, fra Senterpartiet, Odd Roger Enoksen, fra Sosialistisk Venstreparti, Øystein Djupe-dal, fra Venstre, Terje Johansen, og representanten Karl N. Meløysund, viser til sine merknader til de ulike kapitler.

3. GJELDENDE RETT

Sammendrag

3.1 Norsk rett

Virksomhet knyttet til varederivater er i dag ikke lovregulert. Virksomhet med finansielle derivater regulert i verdipapirhandelloven som har som formål å legge til rette for «sikker, ordnet og effektiv handel» med finansielle instrumenter. Verdipapirhandelloven inneholder blant annet generelle handelsregler, herunder forbud mot innsidehandel, regler om taushetsplikt, regler om oppgjørssentral, krav til tillatelse for å yte investeringstjenester, virksomhetsregler for verdipapirforetak og regler om motregning. Varederivater faller utenfor definisjonen av finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd.

Omsetning av varer i det norske spotmarkedet (dvs. et marked der en vare kjøpes eller selges med umiddelbar levering) er normalt ikke underlagt særregulering, men underlagt vanlige regler som gjelder for handel, som blant annet avtaleloven, kjøpsloven og konkurranseloven. Handel med fysisk kraft i Norge er regulert av energiloven av 29. juni 1990 nr. 50.

Nord Pool ASA 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. Utenom Nord Pool handles kraft og kraftderivater ved at avtalen inngås mellom partene. I Norge finnes det ikke organiserte markedsplasser for andre varederivater enn kraftderivater.

3.2 Utenlandsk rett

Det følger av EØS-reglene som svarer til rådsdirektiv 10. mai 1993 om investeringstjenester (93/22/EØF) at det stilles offentligrettslige krav til foretak som yter investeringstjenester knyttet til finansielle instrumenter. Direktivet gjelder imidlertid ikke investeringstjenester som ytes i tilknytning til varederivater. Disse reglene er imidlertid til vurdering i EU-kommisjonen, jf. omtale i kap. 7 i proposisjonen.

I den grad kredittinstitusjoner (banker) og verdipapirforetak driver virksomhet i tilknytning til varederivater, vil de være underlagt særskilte kapitaldek-

ningsregler etter EØS-regler som svarer til rådsdirektiv 93/6/EØF (kapitaldekningsdirektivet).

En kort oversikt over rettslige forhold i Danmark, Sverige, Finland og Storbritannia er gitt i avsnitt 3.2.2 i proposisjonen.

4. REGULERINGSBEHOV

4.1 Sammendrag

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

Departementet slutter seg i hovedsak til Varederivatutvalgets vurdering av reguleringsbehovet (omtalt i proposisjonen kap. 4). Tradisjonelt er offentlig regulering av verdipapirmarkedet begrunnet i dets samfunnsmessige funksjon som kapitalkilde. Markedet bidrar til kapitaloppbyggingen i samfunnet, og til at kapitalen kanaliseres dit den kaster mest av seg. Det offentlige har således en interesse i å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i slike markeder, se verdipapirhandelloven § 1-1. Varederivatmarkeder har i motsetning til de tradisjonelle finansmarkeder ingen direkte rolle som finansiell kapitalkilde. Bruk av slike markeder har imidlertid andre samfunnsøkonomiske funksjoner, bl.a. ved å legge til rette for en hensiktsmessig overføring og fordeling av finansiell risiko, reduserte transaksjonskostnader og redusert likviditetspremie. Departementet anser det derfor å være en offentlig oppgave å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i slike markeder. Dette vil kunne bidra til en samfunnsøkonomisk gevinst. Departementet anser det videre å være ønskelig at slik handel skal kunne foretas i Norge. Offentlig regulering bør derfor utformes med tanke på å legge til rette for opprettelse og videre drift av norske varederivatmarkeder.

Et «marked» kan deles opp i ulike funksjoner. Av særlig betydning er investorer, mellommenn, markeds plass og oppgjørssentral. Reguleringsbehovet bør således vurderes i forhold til hver enkelt av disse funksjonene. Det sentrale vurderingstemaet i forhold til de enkelte markedsfunksjonene vil i samsvar med det ovennevnte være hvorvidt offentlig regulering vil bidra til å øke effektiviteten i markedet. I tillegg vil det måtte tas hensyn til målsettingen om å legge til rette for opprettelse av slike markeder i Norge. I likhet med Varederivatutvalget, vil imidlertid departementet understreke at det er viktige ulikheter mellom verdipapirmarkedet og varederivatmarkeder. For det første bør neppe investorbeskyttelse tillegges særlig stor vekt ved vurderingen av behovet for og utforming av regler for varederivatmarkeder, tatt i betraktning de aktuelle investorers profesjonalitet. Videre vil hensynet til finansiell stabilitet generelt ha mindre betydning ved regulering av varederivatmarkeder enn ved regulering av verdipapirmarkedet. Slike ulikheter til-

sier at løsningene som er valgt for å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i verdipapirmarkedet, ikke nødvendigvis bør legges til grunn for å oppnå de samme mål i varederivatmarkedene. Det vises til drøftelser under de ulike markedsfunksjonene.

4.2 Komiteens merknader

Komiteen slutter seg i hovedsak til departementets vurderinger av reguleringsbehovet, ikke minst for å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel.

5. GENERELT OM REGULERINGSFORM

5.1 Sammendrag

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at regulering av varederivat i størst mulig grad bør skje samlet, og ikke i tilknytning til eventuell lovgivning knyttet til den underliggende vare. Departementet viser for øvrig til Varederivatutvalgets begrunnelse som det i det vesentligste slutter seg til, og som er oppsummert i kap. 5 i proposisjonen.

Utvalget foreslår å definere visse varederivat som «finansielle instrumenter» i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd. Departementet finner en slik reguleringsform hensiktsmessig, idet begrepet «finansielle instrumenter» er et sentralt koblingsord i regelverket som regulerer de ulike markedsfunksjonene.

Avgrænsningen av varederivat som finansielle instrumenter reiser spørsmål i to retninger: for det første må det avklares om varederivat generelt skal omfattes av definisjonen uavhengig av hva som er det underliggende objekt, og for det andre må det avklares hvilke egenskaper derivatet som sådan må ha for å omfattes av reguleringen.

Den første problemstillingen knytter seg til hvorvidt definisjonen av regulerte varederivat bør følge direkte av loven, eller hvorvidt det bør fastsettes i forskrift at bare varederivat med nærmere angitte underliggende objekter bør omfattes. På den ene side bør offentlig regulering i utgangspunktet begrenses til de områder hvor en faktisk kan påvise et reguleringsbehov. På den annen side vil reguleringsformålet, å fremme effektive varederivatmarkeder, kunne eksistere uavhengig av hvilken vare som er underliggende for det aktuelle derivatet.

En tilnærming med generell angivelse i lov av derivatets underliggende objekt reiser et særlig problem ved dannelsen av nye markeder. Aktørene vil i slike situasjoner ønske å få avklart hvorvidt regelverket for varederivat vil omfatte virksomhet i et slikt marked. Etter departementets syn bør imidlertid aktørene fortsatt ha det primære ansvaret for å vurdere sin egen rettsituasjon. Eventuell usikkerhet kan avhjelpest ved at myndighetene gir uttrykk for sitt syn på lovtolkningen, f.eks. i form av rundskriv. Et slikt dokument vil ha begrenset rettslig relevans i en senere retts sak, men

vil trolig gi en økt faktisk forutsigbarhet for aktørene i markedet. Behovet for et rundskriv eller lignende vil måtte vurderes nærmere.

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

Denne løsningen forutsetter en nærmere avklaring av hvordan loven bør definere derivatets underliggende objekt. Varederivatutvalget foreslår at derivater på «varer og tjenester» skal omfattes. Departementet slutter seg til dette, og anser en vid definisjon av underliggende å være hensiktsmessig. Enkelte høringsinstanser har pekt på at f.eks. kraft normalt ikke anses å være en «vare». Det samme er anført i forhold til indekser. Etter departementets syn bør definisjonen fange opp underliggende formuesobjekter som er eller kan være gjenstand for omsetning, eller som er basert på verdien av slike formuesobjekter (som f.eks. indekser). Denne avgrensningen må holdes adskilt fra problemstillingen som drøftes nedenfor, som er hvorvidt derivatet selv er gjenstand for omsetning. Etter departementets syn bør således kraft og indekser på kraft omfattes av definisjonen, uavhengig av om dette tradisjonelt reguleres som en vare eller tjeneste. Videre vil for eksempel derivater basert på utslippstillatelser for miljøgasser kunne omfattes, i den grad utslippstillatelsene er gjenstand for omsetning og derivatet oppfyller nærmere vilkår. Departementet er i tvil om ordlyden bør presisere slike forhold. Etter en helhetsvurdering finner imidlertid departementet at uttrykket «varer og tjenester» riktig tolket vil dekke de forhold som bør omfattes av begrepet. Enkelte høringsinstanser har reist spørsmål ved om værderivater vil omfattes av definisjonen. Samlet sett legger departementet til grunn at værderivater i utgangspunktet vil falle utenfor definisjonen av varederivater som finansielle instrumenter. Dette vil imidlertid bero på en konkret vurdering av den aktuelle kontrakten.

Det må videre stilles visse krav til derivatet som sådan, uavhengig av hva som er derivatets underliggende. Uten en slik avgrensning kunne definisjonen av varederivater bl.a. inkludert fastpriskontrakter på strøm som elektrisitetsverk eller andre strømleverandører har med sluttbrukere. Et så vidt virkeområde ville klart gått ut over det angitte reguleringsbehov. Departementet slutter seg i hovedsak til utvalgets forslag til avgrensning av begrepet «varederivat». Reguleringen bør begrenses til å omfatte derivatkontrakter som benyttes som finansielle investeringer, i motsetning til derivatkontrakter som benyttes som ledd i alminnelig produksjon eller annen virksomhet knyttet til den underliggende vare. Det er imidlertid vanskelig presist å angi et skille mellom finansielle varederivater som vil omfattes av definisjonen og andre derivater som ikke vil omfattes. Det sentrale er å regulere kontrakter som regelmessig omsettes i et marked, idet reguleringsbe-

hovet nettopp er knyttet til å sikre effektiviteten i et slikt marked. Etter departementets syn bør det opplystes visse kontrakter som i alle tilfeller vil være gjenstand for regulering. For å unngå regelverksarbitrasje, bør definisjonen i tillegg omfatte kontrakter som har nærmere angitte kjennetegn, men som ikke «automatisk» omfattes av reguleringsregimet. En slik todelt tilnærming synes å ligge bak Kredittilsynets høringsuttalelse, og er for øvrig i samsvar med reguleringsformen i Storbritannia. Dette vil til en viss grad ivareta de innvendinger enkelte høringsinstanser fremsatte mot manglende forutberegnelighet i utvalgets forslag, som utelukkende var basert på en konkret vurdering av enkelte tolkingsmomenter.

Departementet mener at kontrakter som omsettes på regulerte markedsplasser (enten autorisert markedsplass eller børser) bør omfattes uavhengig av kontraktens nærmere formål og partenes stilling. I tillegg bør derivatkontrakter i OTC-markedet («OTC» er en forkortelse for «Over the Counter», dvs. instrumenter som ikke er notert på en børs) som er beregnet på alminnelig omsetning omfattes. Hvorvidt en kontrakt er beregnet på alminnelig omsetning, vil bero på en konkret vurdering basert på enkelte tolkingsmomenter.

Departementet finner det imidlertid lite naturlig rent språklig å knytte definisjonen av varederivater til derivatets «omsettelighet». Som nevnt ovenfor, er det sentrale poeng kun å regulere varederivater som benyttes i finansielle investeringer. Departementet foreslår derfor at en benytter begrepet «finansielle» fremfor «omsettelige» i definisjonen av varederivater som skal anses som finansielle instrumenter.

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

5.2 Komiteens merknader

Komiteen slutter seg til departementets vurderinger og forslag verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd nr. 8 og fjerde ledd og §1-5.

6. HANDELSREGLER

6.1 Sammendrag

Handelsreglene i verdipapirhandelloven kap. 2 gjelder ved handel i børsnoteerte finansielle instrumenter. Departementet mener at forbudet mot urimelige forretningsmetoder og kursmanipulasjon i verdipapirhandelloven kap. 2 bør gis anvendelse for varederiva-

ter. Slike regler er sentrale for markedets integritet og det synes ikke å være noen grunner som tilsier at disse reglene er mindre egnet for regulering av varederivater enn for verdipapirer.

Det synes å være noe mer tvil knyttet til hvorvidt og på hvilken måte forbudet mot innsidehandel i verdipapirhandelloven § 2-1 bør gjøres gjeldende ved handel med varederivater notert på børs eller autorisert markedsplass.

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

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

Departementet vil imidlertid påpeke visse forskjeller mellom varederivatmarkedet og verdipapirmarkedet, som kan tilsi ulike tilnæringsmåter til regulering av innsidehandel. For det første kan det hevdes at reguleringsbehovet er forskjellig, fordi investorenes tillit til og bruk av markedsplassen i mindre grad er avhengig av et slikt forbud i varederivatmarkedet enn i verdipapirmarkedet. Dette kan begrunnes i at transaksjoner vil beholde en reell omfordeling av risiko selv om det skulle finnes innsideinformasjon hos motparten, siden det i større grad enn i verdipapirmarkedet vil kunne inntre prisrelevante forhold utenfor motpartens kontroll. For det andre er det forskjeller knyttet til det tekniske anvendelsesområdet av innsidehandelforbudet. I motsetning til i verdipapirmarkedet, finnes det i varederivatmarkedet ingen utsteder av den underliggende vare som det kan finnes innsideinformasjon om (det finnes eksempelvis ingen utsteder av kraft eller aluminium). Produsent av en vare kan i denne sammenheng neppe sammenlignes med utsteder av en aksje, siden interne forhold hos produsenten normalt ikke vil påvirke prisen på varen direkte, slik interne forhold hos en utsteder vil påvirke aksjekursen. Det kan imidlertid finnes innsideinformasjon om «andre forhold», jf. lovens § 2-1, som kan påvirke prisen på derivatet. I praksis kan dette omfatte alt fra f.eks. snøtetthet og vannmengder i kraftprodusentenes reservoarer til kunnskap om rammevilkår for energiprodusenter og -forbrukere. Det vil derfor kunne opp-

stå usikkerhet hos aktørene om hva som skal regnes som misbruk av innsideinformasjon. Slike uklarheter vil i begrenset grad kunne avklares i lovteksten eller dens forarbeider, men må vurderes på konkret grunnlag i enkeltsituasjoner. Usikkerhet mht. anvendelsesområdet vil kunne redusere investorers bruk av instrumenter notert på markedsplassen pga. de alvorlige konsekvenser et eventuelt brudd på innsidehandelforbudet vil kunne ha.

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

Departementet er kjent med at EU-kommisjonen arbeider med et direktivforslag om markedsmissbruk

som trolig vil fremmes i løpet av våren 2001. Direktivforslaget tar sikte på å erstatte gjeldende innsidehandeldirektiv, og i tillegg skal det inneholde harmoniserte regler om markedsmanipulasjon. Det sentrale i denne sammenheng er at forslaget omfatter markedsmissbruk (dvs. innsidehandel og markedsmanipulasjon) i varederivater som er notert på et regulert marked. Dersom forslaget blir vedtatt, vil Norge gjennom EØS-avtalen bli forpliktet til å regulere innsidehandel og markedsmanipulasjon i varederivater notert på norsk børs eller autorisert markeds plass. Regelverksprosessen i EU tar imidlertid lang tid, og utfallet er usikkert.

På denne bakgrunn står en overfor ulike alternativer mht. innsidehandelregulering. En mulighet er å la innsidehandelforbudet få full anvendelse, inkludert eventuelle innskjerpelser i dette. Dette vil være i tråd med forslaget fra Varederivatutvalgets flertall. En annen mulighet er å ikke regulere innsidehandel i varederivatmarkedet overhodet. Etter departementets syn vil ikke en slik løsning i tilstrekkelig grad ivareta det grunnleggende hensynet til markeds plassens tillit og integritet. En «mellomløsning» er å pålegge børs eller autorisert markeds plass som noterer varederivater å utarbeide regler om innsidehandel, og å håndheve disse. Dersom en markeds plass for varederivater gis konsesjon som børs etter børsloven § 2-1, vil departementet kunne fastsette konsesjonsvilkår om at børsen utarbeider og håndhever et innsidehandelforbud. Det kan i den forbindelse også settes vilkår om at slike regler skal godkjennes av departementet.

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

Fordelen med en slik mellomløsning er at innholdet i innsidebestemmelsene i større grad vil kunne tilpasses de særskilte forhold som gjør seg gjeldende i

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

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

6.2 Komiteens merknader

Komiteen vil understreke at reglene om urimelige forretningsmetoder og god forretningsskikk i verdipapirhandelloven § 2-5 vil gjelde ved handel med eller ved virksomhet som i hovedsak er knyttet til varederivater, jf. forslag til § 1-7 første ledd, se nærmere kap. 7.

Komiteen slutter seg til departementets vurderinger og forslag til verdipapirhandelloven § 1-7 annet ledd.

7. REGULERING AV MELLOMMANNS-FUNKSJONEN OG ANDRE INVESTERINGSTJENESTER

7.1 Sammendrag

Varederivatutvalgets flertall foreslår en generell konsesjonsplikt for å yte investeringstjenester i tilknytning til varederivater. Generelt vil departementet bemerke at faktiske likhetstrekk mellom instrumenter som omsettes i verdipapirmarkedet og instrumenter som omsettes i varederivatmarkedet, ikke i seg selv tilsier like rettslige rammevilkår for handel i slike instrumenter. Det sentrale vurderingstemaet bør ikke være likheter og ulikheter mellom instrumenter som

omsettes i forskjellige markeder, men hvilke likheter og ulikheter som gjør seg gjeldende mellom markedene hvor det omsettes slike instrumenter. I den forbindelse har Varederivatutvalget pekt på at visse reguleringshensyn i verdipapirmarkedet ikke gjør seg gjeldende i samme grad i varederivatmarkedet. Dette gjelder bl.a. hensynet til investorbeskyttelse og finansiell stabilitet. Verdipapirmarkedet spiller også en sentral rolle ved å bidra til kapitaltilgang for næringslivet, noe som ikke gjør seg gjeldende i varederivatmarkeder. Videre er det viktige forskjeller i de internasjonale forpliktelser Norge er underlagt ved reguleringen av hhv. verdipapirmarkedet og varederivatmarkedet. Nye rammevilkår for varederivathandel bør således begrunnes på selvstendig grunnlag.

Departementet mener at det sentrale formål med en eventuell regulering av mellommenn er å øke den samfunnsøkonomiske gevinst som ligger i økt tillit til sentrale markedsaktører, for derigjennom å øke investorers bruk av markedet. Dette hensynet kan bl.a. ivaretas ved å innføre konsesjonsplikt for å yte investeringstjenester i varederivater.

Det bør etter departementets syn legges til rette for at markeder for varederivater opprettes og drives i Norge. Regelverket bør ikke i seg selv være en avgjørende faktor for aktører som vurderer hvorvidt deres virksomhet skal etableres i Norge eller i et annet land. Ved valg av reguleringsregime er det derfor av stor betydning å se hen til regulering av tilsvarende forhold i EU og i andre land. Det må også vurderes hvorvidt de angitte reguleringsformål vil kunne oppnås ved mindre inngripende tiltak enn konsesjonsplikt, bl.a. ved å la markeds plassens medlemsvilkår regulere sentrale markedsaktører. I proposisjonen s. 30 flg. drøftes disse forhold i tilknytning til det foreliggende norske markedet for varederivater, dvs. kraftderivatmarkedet:

Det følger av EØS-reglene som svarer til rådskdirektiv 10. mai 1993 om investeringstjenester (93/22/EØF) at foretak som yter investeringstjenester knyttet til finansielle instrumenter må oppfylle nærmere bestemte minimumsvilkår og underlegges konsesjonsplikt av hjemstaten. Direktivet gjelder imidlertid ikke investeringstjenester som ytes i tilknytning til varederivater. EU-kommisjonen fremmet 16. november 2000 et diskusjonsdokument om modernisering av investeringstjenestedirektivet. Det foreslås bl.a. å utvide direktivet til å omfatte «regulerte markeder» i varederivater. I et annet diskusjonsdokument legger EU-kommisjonen stor vekt på at det enkelte medlemsland avpasser reguleringsgraden av mellommenn til profesjonaliteten til potensielle investorer. Utfallet av denne endringsprosessen er lite forutsigbar, og det kan neppe forventes en avklaring i løpet av de nærmeste to-tre år.

Både Sverige og Danmark har allerede valgt å definere varederivater som finansielle instrumenter.

Foretak som yter investeringstjenester i tilknytning til slik virksomhet er i prinsippet underlagt konsesjonsplikt på linje med andre verdipapirforetak. Det er imidlertid knyttet usikkerhet til i hvilken grad det formelle reguleringsregimet i Sverige og Danmark gir et reelt sammenligningsgrunnlag når det gjelder konsesjonsplikt for virksomhet knyttet til varederivater.

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

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

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

Både regulering gjennom konsesjonsplikt og regulering gjennom børsmedlemskap innebærer nærmere krav til det aktuelle foretaket. Saklig sett dekkes en rekke av de samme forhold, slik som kapitalforhold, virksomhet og organisering av virksomheten. Det er imidlertid viktige forskjeller i hvem som har ansvaret for håndheving av de ulike bestemmelsene. Overholdelse av avtalevilkår og lovbestemte krav for børsmedlemmer håndheves av børsen selv. Foretak som utelukkende yter investeringstjenester i varederivater (varederivatforetak) vil ikke være underlagt de alminnelige tilsynsmyndighetene gjennom sitt børsmedlemskap. Derimot er børsen selv gjenstand for tilsyn, og departementet har kompetanse til å fastsette nærmere krav til børsmedlemmer. Dersom det innføres konsesjonsplikt etter verdipapirhandelloven, vil foretakene være verdipapirforetak som direkte vil være underlagt tilsynsmyndighetenes (Kredittilsynets) kontroll. Fordelen med å regulere mellommenn via børsen er etter departementets syn at de særskilte krav som stilles til børsmedlemmer vil kunne utformes noe mer fleksibelt, enn det tilfellet vil være der-

som en velger å regulere mellommenn i markedet ved hjelp av konsesjonsplikt og lovbestemte krav etter verdipapirhandelloven. Videre vil børsen for kraftderivater i større grad enn tilsynsmyndighetene i verdipapirmarkedet kunne ta hensyn til de særskilte forhold som gjør seg gjeldende i kraftmarkedet. Samtidig vil aktørene, via markedsplassens lovregulerte tilsyn og vilkår, underlegges en offentlig regulering som departementet antar i tilstrekkelig grad vil legge til rette for å skape tillit blant investorene. Det vises i den forbindelse til at hensynet til investorbeskyttelse og finansiell stabilitet har mindre vekt ved reguleringen av varederivatmarkedet enn i verdipapirmarkedet, jf. tilsvarende i Kredittilsynets høringsuttalelse (se proposisjonen s. 28-29).

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

være aktuell for varederivatforetak. Verdipapirhandelloven § 9-3 gjelder særlige krav til god forretningsskikk ved egenhandel. Det foreslås at bare verdipapirhandelloven § 9-3 annet ledd første punktum gis anvendelse for varederivatforetak. Bestemmelsen er av vesentlig betydning for å sikre kunders rettigheter ved egenhandel. Verdipapirhandelloven § 9-3 første ledd forutsetter at varederivatforetak er underlagt de alminnelige reglene om egenhandel i verdipapirhandelloven kap. 8, og gis derfor ikke anvendelse. Annet ledd annet punktum forutsetter bruk av sluttседdel som nevnt i verdipapirhandelloven § 11-4 og er således uaktuell. Tredje ledd gjelder emisjoner og er etter sin art uaktuell for varederivatforetak.

Det kan ikke utelukkes at reguleringsbehovet vil fortone seg noe annerledes for fremtidige varederivatmarkeder som har annet enn kraft som underliggende. Departementet kan imidlertid ikke se behov for konsesjonsplikt på grunnlag av reguleringsbehovet slik det fremstår i dag.

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

Etter en helhetsvurdering har departementet kommet til at det på det nåværende tidspunkt ikke bør innføres en generell konsesjonsplikt for investeringstjenester som ytes i tilknytning til varederivat.

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

7.2 Komiteens merknader

Komiteen slutter seg til departementets vurderinger og forslag til verdipapirhandelloven § 1-7 første ledd.

8. REGULERING AV MARKEDSPASS-FUNKSJONEN

8.1 Sammendrag

Departementet slutter seg i hovedsak til Varederivatutvalgets vurdering av at børsløven gir et egnet rettslig rammeverk for regulering av markedsplasser for varederivater. Departementet viser for øvrig til Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) om lov om børsvirksomhet m.m. (børsløven) s. 190, hvor departementet bl.a. uttalte at det i forskrift skulle kunne fastsette at børsløven og forskrifter gitt med hjemmel i denne helt eller delvis skal få anvendelse for foretak som organiserer eller driver et marked for varederivater, herunder kraftderivater, jf. forslaget til børsløven § 1-4, se s. 33 i proposisjonen for en oppsummering.

Kredittilsynet har i samarbeid med Nord Pool, arbeidet med å lage et utkast til slik forskrift med hjemmel i børsløven § 1-4. Dersom varederivater som foreslått i denne proposisjonen defineres som finansielle instrumenter, vil hjemmelen til å gi markedsplasser tillatelse til å drive virksomhet som børs eller autorisert markedsplass følge direkte av børsløven § 2-1, jf. § 1-3. Behovet for den særskilte forskriftshjemmelen i børsløven § 1-4 er derfor sterkt redusert, og departementet foreslår at bestemmelsen oppheves. Departementet mener videre at det bør presiseres i børsløven § 5-6 første ledd at det vil kunne noteres derivater som ikke har andre finansielle instrumenter som underliggende, såfremt det foreligger en betydelig handel med tryggende prisfastsettelse i den eller de underliggende varer eller tjenester.

For øvrig viser departementet til at børsløven inneholder en rekke dispensasjonshjemler som vil kunne benyttes overfor markedsplasser for varederivater, i den utstrekning de nærmere vilkår for dispensasjon fra lovens hovedregler finnes å være oppfylt. Videre vil det kunne settes konsesjonsvilkår som utfyller eller supplerer de generelle reglene i børsløven dersom det er behov for dette i forhold til regulerte markedsplasser for varederivater.

8.2 Komiteens merknader

Komiteen slutter seg til departementets vurderinger og forslag til børsløven § 5-6 første ledd femte punktum og opphevelse av børsløven § 1-4.

9. OPPGJØR, REGISTRERING, MOTREGNING (NETTING) OG MELDEPLIKT

9.1 Oppgjørsvirksomhet og oppgjør

9.1.1 Sammendrag

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

Departementet slutter seg til Varederivatutvalgets forslag om at oppgjørsvirksomhet i tilknytning til varederivater bør underlegges de alminnelige regler for slik virksomhet i verdipapirhandelloven kap. 6, se s. 35 i proposisjonen for en oppsummering av utvalgets forslag. En oppgjørssentral innehar en viktig funksjon i markedet, og det er av vesentlig betydning for tilliten til markedet at oppgjørssentralen er underlagt et tryggende regelverk og offentlig tilsyn. For øvrig har ingen av høringsinstansene hatt innvendinger mot forslaget. Departementet kan ikke se at det er behov for særskilte tilpasninger i verdipapirhandelloven kap. 6, for så vidt gjelder oppgjørsvirksomhet i tilknytning til varederivater. I den grad det skulle oppstå behov for tilpasninger, synes det som om loven selv inneholder tilstrekkelige unntakshjemler. Dersom en børs for varederivater i tillegg driver oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandelloven kap. 6, følger det av børsløven § 5-2 annet ledd at oppgjørsvirksomheten som hovedregel skal skje i eget foretak.

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

Høringsinstansene er delt i spørsmålet om det bør gjelde en oppgjørsplikt for handel i varederivater som er notert på autorisert markedsplass. Departementet

ser ingen grunn til å lovregulere dette spørsmålet. Det finnes ingen autoriserte markeder i Norge i dag. Det følger av verdipapirhandelloven § 1-6 at departementet kan fastsette at bestemmelser i loven som gjelder børnoterte finansielle instrumenter helt eller delvis skal få tilsvarende anvendelse for finansielle instrumenter som noteres på autorisert markeds plass. Der som det skulle opprettes en autorisert markeds plass for varederivater i Norge, vil departementet etter en konkret vurdering kunne avgjøre hvorvidt det bør gjelde en oppgjørsp l i k t.

9.1.2 Komiteens merknader

Komiteen slutter seg til departementets vurderinger og forslag til verdipapirhandelloven § 9-4 tredje ledd tredje punktum.

9.2 Registrering

9.2.1 Sammendrag

Etter gjeldende rett er det registreringsplikt i Verdipapirsentralen for børnoterte derivater, jf. forskrift 12. januar 1997 om registrering av opsjoner og terminer mv. i Verdipapirsentralen.

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

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

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

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

9.2.2 Komiteens merknader

Komiteen slutter seg til departementets vurderinger.

9.3 Netting

9.3.1 Sammendrag

For enkelte derivatkontrakter og valuta gjelder særlige konkursrettslige regler, jf. verdipapirhandelloven kap. 10. Reglene innebærer at inngåtte kontrakter om motregning (netting) vil kunne gjøres gjeldende uavhengig av om en av partene går konkurs, og at kredittrisikoen for én gruppe kreditorer reduseres på bekostning av en annen gruppe kreditorer. Etter departementets syn bør det derfor foreligge særlige grunner for å gi et slikt vern for en kreditorgruppe i konkurs.

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

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

Under behandlingen av Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) om lov om børsvirksomhet m.m., vedtok Stortinget å endre verdipapirhandelloven § 10-1 slik at departementet kan gi forskrifter om at varederivater skal kunne motregnes med virkning i konkurs.

På bakgrunn av den forskriftshjemmelen som ble vedtatt har Kredittilsynet arbeidet med å lage et utkast til slik forskrift. Arbeidet er imidlertid ikke kommet så

langt at et forslag er sendt på høring. Departementet foreslår på denne bakgrunn å oppheve den særskilte forskriftshjemmelen som ble inntatt i verdipapirhandelloven § 10-1 i forbindelse med Stortingets behandling av børsloven.

9.3.2 Komiteens merknader

Komiteen viser til Innst. O. nr. 3 (2000-2001) hvor finanskomiteen uttrykte følgende:

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

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

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

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

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

at verdipapirhandelloven endres slik at dette forholdet ivaretas allerede nå.»

I Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) skriver departementet:

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

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Arbeiderpartiet og Sosialistisk Venstreparti, registrerer at Regjeringen ikke har fulgt opp Stortingets vedtak gjennom å utarbeide forskrift. Regjeringens forslag åpner for en begrenset adgang til motregning. Departementet foreslår at verdipapirhandelloven § 10-1 bare skal gjelde for varederivater som er gjort opp under medvirkning av en oppgjørssentral og å reversere Stortingets behandling av børsloven, som åpner for muligheten til å utvide bestemmelsen til å omfatte alle finansielle varederivater.

Etter flertallets oppfatning kan dette være uheldig for norske finansinstitusjoner og norske brukere av varederivatmarkedet, særlig kraftselskapene. Både finansielle og ikke-finansielle aktører på det norske kraftmarkedet har behov for å bruke hele rekken av finansielle varederivater, ikke bare de som er børsnotert eller clearet via oppgjørssentralen. Flertallet antar at hvis disse aktørene ikke skal kunne inngå bindende motregningsavtaler for sin handel med finansielle varederivater mellom to parter utenom børs, risikerer de å møte høyere krav til marginer og høyere priser enn det deres nordiske konkurrenter gjør.

Flertallet viser videre til at de fleste berørte høringsinstanser har uttrykt støtte til at motregningsbestemmelsen i verdipapirhandelloven kap. 10 utvides til å omfatte finansielle varederivater. Det er også støtte blant annet fra Norges Bank og Kredittilsynet, til mer omfattende motregningsbestemmelser enn det som i dag gjelder.

Flertallet vil derfor foreslå å vedta motregningsadgang direkte i loven samt at iverksettelse av reglene om motregning av varederivater skal skje senest 1. juli 2001. Flertallet fremmer på denne bakgrunn følgende forslag:

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

§ 10-1 første punktum skal lyde:

Dette kapittel gjelder varederivater, fremtidige renteavtaler (FRA), rente- og valutaopsjoner, rente-

og valutaterminer, rente- og valutabytteavtaler, og avtaler om handel med valuta.»

Komiteens medlemmer fra Arbeiderpartiet og Sosialistisk Venstreparti viser til Innst. O. nr. 3 (2000-2001) der et flertall i finanskomiteen ba om at det åpnes for såkalt netting for kraftderivater. Regjeringen ønsket på det tidspunkt ikke å åpne for en slik adgang for kraftderivater før øvrige spørsmål om reguleringen av varederivater var vurdert.

Disse medlemmer er enige i at adgangen til netting av varederivater og vilkårene for dette bør fremgå av loven, hvor også definisjonen av hvilke kontrakter som skal omfattes av begrepet «varederivater», fremgår. Disse medlemmer viser til Finansdepartementets brev til komiteen 7. september 2000, hvor komiteen ble gjort oppmerksom på vanskene med å utarbeide forskrifter for netting av kraftderivater uten at definisjonen av varederivater på forhånd var bestemt.

Disse medlemmer viser til at Regjeringen i det foreliggende lovforslag om regulering av varederivater åpner for motregningsregler eller netting, også for derivater som ikke er notert på børs. Disse medlemmer viser til at lovforslaget tillater såkalt netting av varederivater, både børsnoterte og ikke-børsnoterte, under forutsetning av at oppgjøret skjer gjennom en oppgjørssentral. Dette er etter disse medlemmers syn viktig for sikkerheten til alle parter som deltar i varederivatmarkedene. Disse medlemmer viser også til proposisjonen side 40 hvor det står at det etter departementets syn «ikke [er] dokumentert et tilstrekkelig behov for å gi et særskilt konkursrettslig vern for varederivatkontrakter som verken er notert på børs eller som gjøres opp under medvirkning av en oppgjørssentral.»

Disse medlemmer mener at en åpning for en generell nettingadgang går langt inn i den alminnelige konkursretten og i så fall bør vurderes i en større sammenheng.

Disse medlemmer støtter departementets forslag, se kap. 12 for forslag til endring av verdipapirhandelloven § 10-1 første ledd første punktum.

Komiteen foreslår å endre forskriftshjemmelen i bestemmelsens annet punktum til å lyde slik den lød før vedtagelsen av ny børslov, når motregningsreglene for varederivater nå vil fremgå uttrykkelig av loven.

Komiteen fremmer på denne bakgrunn følgende forslag:

«I lov 19. juni 1979 nr. 79 om verdipapirhandel gjøres følgende endring:

§ 10-1 annet punktum skal lyde:

Departementet kan bestemme at dette kapittel også skal gjelde avtaler om andre finansielle instrumenter.»

Komiteen viser til henvendelse fra Nord Pool ASA som har påpekt at verdipapirhandelloven § 10-3 verner mot omstøtelse etter dekningsloven § 5-7. Nord Pool ASA foreslår at også dekningsloven § 5-5 bør nevnes i § 10-3. Komiteen viser videre til brev fra Finansdepartementet til komiteen hvor det påpekes at spørsmålet eventuelt bør utredes nærmere på generelt grunnlag.

Komiteen mener spørsmålet bør utredes nærmere, og viser til at problemstillingen har vært reist tidligere, blant annet fra Norsk Oppgjørssentral. Komiteen ber derfor departementet gjennomføre slik utredning.

9.4 Meldeplikt

Komiteen har registrert at det fra enkelte hold tas til orde for en lovfesting av meldeplikt ved enhver handel i børsnoterte varederivater. Komiteen viser i den forbindelse til brev fra Finansdepartementet til komiteen, punkt 2, hvor det blant annet uttrykkes følgende:

«En utvidelse av meldeplikten til å omfatte enhver handel i børsnoterte varederivater vil isolert sett kunne bedre børsens informasjonstilgang. Etter departementets syn foreligger det imidlertid ikke et dokumentert behov for å tillegge hensynet til børsens informasjonstilgang mer vekt ved lovreguleringen av varederivatmarkedet enn ved lovreguleringen av verdipapirmarkedet ellers.

(...) Departementet vil imidlertid peke på at utformingen av en slik generell meldeplikt vil kunne ha konsekvenser det er vanskelig å overskue, noe som taler for at det ikke innføres en slik regel uten at forslaget eventuelt gjøres til gjenstand for en alminnelig høring blant markedsaktører m.v.»

Komiteen slutter seg til departementets vurdering, men mener likevel at spørsmålet om generell meldeplikt bør utredes og vurderes nærmere. Komiteen ber derfor departementet gjennomføre slik vurdering.

10. ØKONOMISKE OG ADMINISTRATIVE KONSEKVENSER

10.1 Sammendrag

Etter departementets syn vil lovforslaget bidra til å effektivisere norske varederivatmarkeder, noe som vil medføre positive samfunnsøkonomiske effekter. Forslaget vil legge til rette for økt bruk av børs eller autoriserte markeds plasser for varederivater. Dette antas å ville kunne gi muligheter for reell konkurranse mellom markeds plasser i Norge, samt bedring av kon-

kurranssevnen for norske markedsplasser. Økt effektivitet vil som følge av dette kunne gi bedre produkter og lavere priser for brukere av de nasjonale markedsplasser for varederivater.

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

Lovforslaget innebærer at Kredittilsynet får enkelte nye tilsynsoppgaver, bl.a. gjennom tilsyn av at investorer overholder markedsplassregler (unntatt innsidehandelforbudet) ved handel i varederivater.

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

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

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

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

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

10.2 Komiteens merknader

Komiteen tar dette til orientering.

11. MERKNADER TIL DE ENKELTE BESTEMMELSER

Til verdipapirhandelloven § 1-2 andre ledd:

Komiteen slutter seg til departementets forslag, som er omtalt i kap. 5 i proposisjonen, med den endring at ordet «eller» flyttes fra nr. 6 til nr. 7 siden nr. 8 blir siste nummer i oppregningen.

Til verdipapirhandelloven § 9-5:

Komiteen slutter seg til forslaget om endring av første ledd første punktum og opphevelsen av fjerde ledd.

12. FORSLAG FRA MINDRETALL

Forslag fra Arbeiderpartiet og Sosialistisk Venstreparti:

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

§ 10-1 første ledd første punktum skal lyde:

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

13. KOMITEENS TILRÅDING

Komiteen viser til proposisjonen og til det som står foran, og rår Odelstinget til å gjøre slikt

vedtak til lov

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

I

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

§ 1-2 andre ledd nr. 6 til 8 skal lyde:

6. rente- og valutabytteavtale samt bytteavtale knyttet til aksjer og aksjeindeks,
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, eller
8. vanderivater.

§ 1-2 nytt fjerde ledd skal lyde:

Med varederivater menes finansielle termin, opsjons- eller byttekontrakter knyttet til varer eller tje-

nester. En derivatkontrakt som er gjenstand for omsetning på børs eller autorisert markedsplass regnes alltid som finansiell.

§ 1-5 skal lyde:

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

Ny § 1-7 skal lyde:

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

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

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

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

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

§ 9-5 første ledd første punktum skal lyde:

Ved formidling av handel i finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 4 til 8, skal verdi-

papirforetaket påse at foretaket har betryggende sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser.

§ 9-5 fjerde ledd oppheves.

§ 10-1 skal lyde:

Dette kapittel gjelder *varederivater*, 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*.

II

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

§ 1-4 oppheves.

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

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

III

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

Endringen i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 10-1 trer i kraft senest 1. juli 2001.

Kongen kan gi overgangsbestemmelser.

Oslo, i finanskomiteen, den 22. mai 2001

Dag Terje Andersen

leder

Siv Jensen

ordfører og sekretær