

Om varederivat og norske initiativ for ein fiskederivatmarknad

Gunnvald Grønvik, spesialrådgivar, Noregs Bank Finansiell stabilitet*

Tryggleik for framtidige prisar kan vere viktig både for dei som produserer og etterspør ei vare. Varederivatmarknader kan betre slik tryggleik, og det er éin grunn til at det er teke fleire initiativ til å etablere derivatmarknader for fisk i Noreg. I artikkelen blir dei ålmenne vilkåra for etablering av varederivatmarknader forklarte. Det er sjeldan meir enn éin derivatmarknad for ei vare i verda. Suksess for ein norsk fiskederivatmarknad vil avhenge av den globale konkurransen mellom slike marknadsplassar, og konkurransen vil avgjere om og eventuelt kva for eit av initiativa som vinn fram.

Norsk (og europeisk) lovgiving for varederivat synest å vere adekvat. Marknadene er velordna, og norsk lovgiving sikrar både bruk av oppgjerssentral ved handel med standardiserte produkt og at reglane for motrekning gjeld. Det verkar til å sikre finansiell tryggleik i varederivatmarknadene. Posisjonane som finansinstitusjonane har i desse marknadene, er elles for små til at det kan truge den ålmenne finansielle stabiliteten.

1. Innleiing

Gjennom det siste tiåret har det utvikla seg varederivatmarknader for elektrisitet og skipsfart i Noreg, og det blir no arbeidd med å etablere marknader for laks. Alle desse marknadene er baserte på deltaking frå kjøparar og seljarar i mange land. Frå styresmakter er det auka internasjonal merksemd omkring varederivatmarknader. I Tokyo-erklæringa (1997) har tilsynsorgan frå 18 land gitt tilrådingar om standard for regulering og tilsyn med varederivatmarknader. Gjennom Verdipapirmarknadsdirektivet (MiFID¹) får EØS-landa ein felles standard for regulering av dei (som er i samsvar med Tokyo-erklæringa). I Noreg blir direktivet gjennomført gjennom ei ny verdipapirmarknadslov som tek til å gjelde i desse dagar. Som eit utgangspunkt for drøfting av slike marknader kan det vere nyttig å presisere kva marknadene er.

Eit *derivat* er ein kontrakt om rett til ein leveranse (kjøp og/eller sal) på eit framtidig tidspunkt til ein pris som blir fastsett på avtaletidspunktet. Det som skal leverast, blir kalla *underliggjande aktivum* for derivatet eller berre *underliggjande*. Det underliggjande aktivumet for *varederivat* er varer og tenester, i motsetning til *finansielle derivat* som har andre finansielle instrument eller valuta som underliggjande aktivum. I prinsippet er det derivatets underliggjande som skal leverast, men dei fleste derivatmarknader har i dag finansielt oppgjer. I dei tilfella der det kan krevjast fysisk oppgjer av underliggjande, tilbyr som regel marknadsplassen ein leveringsfasilitet slik at også reint finansielle investorar kan delta i marknaden for prissikring eller prisspekulasjon.

Det er to slag terminkontraktar som er vanlege for varederivatmarknader – futures og forwards. Det viktige skiljet mellom desse kontrakttypane gjeld korleis oppgjeret av kontrakten skjer. Både kontraktane er avtaler om

eit framtidig kjøp der pris, mengde og kvalitet på varene og tid og stad for levering er bestemt på førehand. Ein *futurekontrakt* vert verdsett dagleg til marknadsverdi, og kjøpar og seljar vert dagleg kreditert eller debitert i høve til verdiutviklinga. I ein *forwardkontrakt* gjer ein heile oppgjeret ved utgangen av kontraktperioden.

For derivat skil vi også mellom handel direkte på ein organisert marknad og otc-handel («over the counter», eller «over disk»). Ved handel direkte på ein organisert marknad er produktet det blir handla med, fullt spesifisert. Det vert handla med kontraktar som har same storleik, siste dag for kontrakten (forfallsdagen) er den same, motpartsrisiko vert eliminert ved at all handel vert gjort opp mot ein oppgjerssentral som er sentral motpart, etc. Det kan dermed samanliknast med kjøp av hyllevare i ein supermarknad (for eksempel 1 kg sukker). Ved otc-handel kan produktet spesialtilpassast slik ein kjøpmann gjer over disk (for eksempel eit halvstort midtstykkje av ein Gouda-ost). Aktørar som tilbyr otc-kontraktar er oftast meklarar, og som element i deira risikostyring høyrer det ofte med handel direkte i den organiserte marknaden, der dei kan avlaste risikoen dei tek på seg gjennom otc-handelen. Vellukka marknadsplassar for varederivat lever derfor ofte i symbiose med meklarar som tilbyr otc-handel.

Når ein oppgjerssentral går inn i handelen som sentral motpart, trer han inn mellom kjøpar og seljar slik at kontraktstilhøva for båd partane er mot den sentrale motparten. Alle brukarar av marknaden får med det berre motpartsrisiko mot oppgjerssentralen. Oppgjerssentralen tek på seg denne oppgåve mot ei lita avgift, men krev òg som trygd for si verksemd anten at det vert betalt inn daglege marginar i samsvar med den daglege prisutviklinga for kontrakten, eller at det er gitt ein garanti som dekkjer maksimalt tap i porteføljen av kontraktar som brukaren av marknaden har.

* Takk til Trude Myklebust og til kollegaer i Noregs Bank for nyttige kommentarar til dette arbeidet. Ansvar for gjenstående feil og for vurderingar er mitt. Synspunkt i artikkelen kan ikkje tolkast som Noregs Bank si vurdering.

¹ Markets in Financial Instruments Directive er direktiv 2004/39/EF og ble publisert i Official Journal 30.04.2004. Det vart teke inn i EØS-avtalen 29.04.2005 gjennom vedtak 65/2005.

Sentralbankar har mest fokus på finansielle derivat, og særleg dei som har valutakurs og renteutvikling som underliggjande. Dette er dei klårt største derivatmarknadene, og dessutan dei som kan verke mest inn på oppgåvene sentralbankar har i samband med monetær og finansiell stabilitet. Det er likevel også stor verksemd med derivat som har aksjekursar og kredittisiko som underliggjande. Standarden for god praksis for sentrale motpartar, som er utvikla av sentralbankar, banktilsyn og tilsynsstyresmakter for verdipapirhandel, gjeld elles også for oppgjerssentralane for handel med varederivat, jf. CPSS (2004).

Internasjonalt sett er det ei stor gruppe derivat som har prisar på råvarer som underliggjande. Dei første kjende handlane med kontraktar som vi i dag ville kalle varederivatkontraktar, var på 1100-talet. Dei første meir organiserte derivatmarknadene med landbruksprodukt som underliggjande oppstod om lag 1850. Interessentane på dei to sidene av marknaden var då bøndene og deira salssamvirke som framtidige seljarar og matvare- og hermetikkindustrien som framtidige kjøparar. For begge desse partane har tryggleik for framtidig pris sjølvstendig verdi – bøndene aukar tryggleiken for betaling for såkorn og gjødsel, mens hermetikkindustrien aukar tryggleiken for sin prisstrategi og sitt salsarbeid. Varederivatmarknader kan betre tryggleiken for prisane, og det har sjølvstendig verdi for både partane, slik at handelen er meir enn eit nullsum-spel. Verdien den betra tryggleiken har, avheng av storleiken på prisfluktuasjonane for vara.

Marknadene har utvikla seg i takt med behova, og globalt finst det i dag varederivatmarknader med ei rekkje ulike varer som underliggjande. Ei stor gruppe er landbruksprodukt (korn, kaffi, kjøtslakt, matolje, appelsinjus, etc.). Ei anna gruppe er metall og halvfabrikata (aluminium, kopar, gummi, etc.). Gruppa som får mest merksemd i Noreg, gjeld energiprodukt (råolje, elektrisitet). Dessutan blir ei rekkje indeksar (kredittisiko, aksjeindeksar, fraktindeksar) brukte som underliggjande. Nokre av desse indeksproduktene er naturleg klassifiserte saman med dei finansielle derivata.

2. Om utvikling av nye varederivatmarknader

I tillegg til dei tradisjonelle varederivatmarknadene er det også nye under utvikling. I Noreg var det lite kjennskap til varederivatmarknader før liberaliseringa av energilova. I 1995 etablerte Nord Pool ein finansiell marknad for derivat med prisen på elektrisk kraft i en gros-marknaden som underliggjande. Marknaden for sikring av framtidig energipris² er no vel etablert, og han blei regulert ved endringar i verdipapirhandellova i 2001.³ Ein norsk marknadsplass for derivat med skips-

fraktratar som underliggjande, Imarex, blei etablert i 2000.

Verksemda for desse to marknadene har vore gjennom kvar sin dramatiske episode.

- Det var ein dramatisk prisauke for elektrisk kraft for framtidig levering, stort sikringsbehov og særst stort handel på Nord Pool i slutten av april 1999. Fordi prisendringane var unormalt store, auka Nord Pool marginkravet i oppgjeret, og dei aksepterte større avvik mellom kjøps- og salskursane hjå prisstillarane («market makers»). Likevel gjekk ein av prisstillarane frå pliktene sine. Dei andre heldt fram verksemda, og dermed heldt marknaden fram slik at prissikring framleis var mogleg.⁴
- Ein gresk marknadsaktør med store posisjonar på Imarex gjekk konkurs og kunne ikkje innfri pliktene sine overfor NOS Clearing i juni/juli 2004. Tapa var på nesten 60 millionar kroner og førte til ein kritisk situasjon for NOS. Kredittilsynet kravde tiltak for betring av soliditeten, og også eigarane såg behov for oppkapitalisering av selskapet. Det blei utferda nye aksjar tidleg i 2005, og det kom inn nesten 65 millionar kroner. Etter dette kunne verksemda til Imarex og NOS Clearing ASA halde fram.⁵

Både marknaden for derivat over kraftprisen på Nord Pool og derivatmarknaden for skipsfrakter på Imarex verkar no sikkert etablerte.

For tida er det fleire initiativ for etablering av marknad for fiskederivat. Her er det sikring av prisen på laks som i første omgang kan gi ein ny marknad. Det er òg stor internasjonal omsetning av nokre typar frosen kvitfisk (blokkfisk), og også for blokkfisk er det tenkjeleg med derivatmarknader.

Ei anna opning er knytt til tømmer eller trevirke, som er nokså viktig i Noreg (og Norden). Ein grunn til at det ikkje finst marknader for sikring av tømmerprisar, kan vere at norske skogeigarar tradisjonelt også har ått foredlingsindustrien. Dei har dermed hatt sikringa derivatmarknader kan gi, internt i verdikjeda. Det finst alt ein marknad for futurekontraktar på tremasse (wood pulp) i Chicago, der standardeininga er 20 (metriske) tonn tremasse og prisen er basert på ein europeisk prisindeks. Det kan vere tvilsamt om dette dekkjer alle relevante sikringsbehov.

Eit vilkår for etterspørsel etter denne typen sikring er at prisfluktuasjonane er så store at det finst eit følt sikringsbehov, slik at tryggleiken for prisutviklinga har ein sjølvstendig verdi. For at derivatmarknader for varer skal kunne utvikle seg, må det etablerast ein klårt definert pris som derivata kan gjerast opp mot, slik det blir forklart i neste avsnitt. Sikringsproduktet som marknaden leverer, må dessutan vere rimeleg i bruk og

² Etter at energilova blei liberalisert i 1991, blei Nord Pool etablert som marknadsplass for elektrisk kraft i 1994, og finansielle futures introdusert i 1995. Den felles norsk-svenske marknaden for elektrisitet kom i 1996, og finansielle forwardkontraktar med clearing kom i 1997. Finland er med i den nordiske energimarknaden frå 1998 og Danmark frå 2000.

³ Framlegget frå Varederivatutvalet NOU (1999:29) var ferdigbehandla og lovendringar baserte på framlegget, tok til å gjelde frå 1. juli 2001, jf. Ot. prp. nr 53 (2000-2001) og Inst. O. nr. 104 (2000-2001).

⁴ Episoden er omtalt i avsnitt 4.8 av NOU 1999:29.

⁵ Sjå NOS årsmelding for 2004 på heimesida: http://www.nos.no/section.asp?section_id=556&intArticleID=801

Tabell 1. Om future på oljefrakt frå Saudi Arabia til Japan ved Imarex

Items	Specifications
Clearing House	NOS
Underlying Index	Baltic Exchange Dirty Tanker Route 3 – TD3 (260.000 metric tonnes of non heat crude from Ras Tanura to Chiba)
Lot (contract) Size for trading and clearing	1,000 metric tonnes
Minimum Price Fluctuation	0.25 WorldScale points
Minimum lots size for trading and clearing	0.1 lots = 100 metric tonnes
Mark-to-market and daily settlements	All contracts are marked-to-market using the IMAREX forward curve which is set in Oslo (GMT+1) at 18:30 CET. Mark-to-market credits and debits are payable daily at the latest by 15:00 CET the following business day.
Trading Hrs	Electronic trading: 24 hours Market place service: Oslo: 08:00 – 18:00 Singapore: 09:00 – 22:00 Houston: 07:00 – 16:00
Trading Hours on Last Trading Day	N/A
Last Trading Day	Trading terminates at the close of business on the 20th day of a given month, the last day of the first month of a quarter and the last day of the first month of a calendar contract. If the last trading day falls on a weekend or public holiday, the last trading day will be the nearest trading day prior to the last trading day.
Margins	Margin requirements are determined by NOS. Initial margins can be paid by cash or by Letter of Credit (LoC), whilst variation margins are settled in cash at the end of each trading day.
Final Settlement	Financial only. All contracts settle on the last day of the period using the average value of all index days in the period. For a list of non-index days please refer to the IMAREX holiday calendar.

motpartsrisikoen må vere låg. Kontraktane må standardiserast så mykje at marknaden kan bli likvid. Vilkårane som må støttast for å oppnå dette, gjeld organisering av handelen, utforming av kontraktane og systemet for oppgjær.

Den endelege oppgjersprisen blir oftast standardisert mot ein spotmarknad for den underliggjande vara. Det må definerast presist kva som er storleik og kvalitet på varepartiet som blir sikra. Det finst for eksempel ei rekkje derivat for prissikring av ulike sortar og kvalitetar av korn, og her blir prisar frå kornbørsar med fysisk levering av kornet brukt som underliggjande for derivata. Forfallsdag for derivatkontraktane (ein gong i månaden eller liknande) må spesifiserast. Børsen må, for å kunne garantere gjennomføringa av kontraktane, anten sjølv krevje tryggleik, eller krevje at kontraktane blir gjennomførde gjennom ein oppgjerssentral som krev innbetaling av margin som sikring. CPSS (2004) har som tilråding nummer fire at marginar skal dekkje tap i alle normale marknadssituasjonar, og det blir peika på at parametranne som blir brukte ved utrekning av mar-

ginkrava bør vere risikobaserte, og dei bør revurderast jamleg.

Somme varederivat har ikkje ei vare som blir handla i ein marknad, som underliggjande. Prisen derivatkontraktane blir gjorde opp mot, er då indeksar fastsette på ein måte som gir tilstrekkeleg tryggleik til at marknadsaktørar er villige til å kjøpe prissikringsprodukt mot indeksen. Dette gjeld for eksempel for fraktindeksane som blir handla på Imarex. Imarex bruker bl.a. marknadsplassen the Baltic Exchange⁶ for å fastsetje oppgjersprisane.

Spesifikasjonane for underliggjande vare, standard kontrakt inklusive tryggleikskrava for oppgjær, er tilgjengelege på heimesidene til marknadsplassane. Tabell 1 gir att spesifikasjonane Imarex har på heimesidene sine for ein futurekontrakt for oljefrakt frå Saudi Arabia til Japan. Ettersom marknadene er internasjonale, er spesifikasjonane gitt på engelsk.

Marknadsplassen må altså etablere produkt som er klårt definerte og eigna for omsetning. Han må dessutan sørge for stor nok aktivitet frå kjøparar og seljarar til at

⁶ The Baltic Exchange er ein Londonbasert marknadsplass for skipsfrakter. Dei samlar dagleg inn informasjon om avtaler som er gjorde og handhevar ein standard («code of conduct») for marknadsåferd. Nærare informasjon på heimesida <http://www.balticexchange.com/default.asp?action=article&ID=1>

det gir tilstrekkeleg likviditet til at prisane blir så skarpt fastsette⁷ at porteføljar kan rebalanserast utan store kostnader. Arbeidet med å skaffe likviditet er særleg viktig i oppstartfasen, fordi det avgjer om marknaden blir tilstrekkeleg attraktiv til at ein oppnår lønsemd. Marknads plassar med all interesse konsentrert om eitt produkt, gir same levetid for marknaden og produktet. På enkelte store marknads plassar for varederivat (London, New York og Chicago) blir fleire produkt omsette. Der blir produkt tekne opp til notering og strokne basert på interesse og lønsemd for marknadsplassen. Den globale finansielle integrasjonen har ført til at likviditeten for eit produkt stort sett blir samla på éin eller nokre få globale marknads plassar. Kjem ein marknad over den første «kneika», kan ein rekne med at det vil trekkje til seg handel frå alle med sikringsbehov på global basis. Når det blir handla med fleire tilsynelatande svært like produkt, er i realiteten produkta oftast forskjellige. Det kan vere i det geografiske leveringspunktet, eller i kvaliteten på vara. Dette gjeld for eksempel for dei ulike oljederivata og kornderivata det blir handla med.

For å etablere den initiale aktiviteten har initiativtakarane tett kontakt med det dei reknar er naturlege brukarar. Det vil vere store produsentar av vara eller store brukarar av henne. Varederivatmarknader har, på same måte som aksjebørsar, medlemmer som får informasjon frå marknaden og har tilgang til å handle på han. Til forskjell frå aksjebørsane er ofte mange av medlemene sluttbrukarar. Systemet med ein fast krins av medlemmer verka i si tid også til tryggleiken for oppgjær. I dag blir oftast dei internasjonale tilrådingane om bruk av oppgjærssentral, følgde. Det reduserer risikoen og verkar til at marknadene kan opnast for fleire deltakarar. Blant dei er spekulantar som tek posisjonar baserte på vurderinga si av framtidige prisar. Slik spekulasjon aukar likviditeten og er positivt med tanke på høvet til å etablere djupe og likvide marknader. Ein viktig måte å sikre likviditet på er gjennom kontraktar som forpliktar særlege aktørar til å stille kjøps- og salsprisar for eit visst minstevolum på kontinuerleg basis. Marknader med slike prisstillarar er definisjonsmessig likvide. I varederivatmarknader er det marknadsplassen som må ta initiativ for å få aktørar til å ta på seg slike plikter.

3. Om regulering av varederivatmarknader

Varederivat har i Noreg (og Norden) i nokre år vore definerte som finansielle instrument. Med verdipapirmarknadsdirektivet (MiFID), som for tida er under nasjonal gjennomføring i heile EØS-området, blir dette europeisk standard. I dei fleste europeiske land er derfor tilsynet med varederivatmarknader og verksemda i dei lagde til same tilsynseining som har tilsyn med

verdipapirmarknadene.⁸ Også i USA, Canada og Japan er verksemd med varederivat strengt regulert. Her er det særlege organisasjonar for tilsyn med verksemda. Desse landa og den europeiske reguleringa følgjer normene som er stilte opp av viktige regulatorar i Tokyo-erklæringa.

Den første norske reguleringa kom i 2001, og var basert på framlegg frå varederivatutvalet (NOU 1999:29). Dette utvalet la til grunn at behovet for ein organisert og velfungerande marknad som nyt ålmenn tillit, tilsa at verksemda måtte lovregulerast. Når utvalet valde ei generell regulering, og ikkje ei særskild regulering av kraftderivat, der reguleringsbehovet då var størst, hadde det samanheng med at ein ikkje kunne utelukke at andre varederivatmarknader ville bli utvikla. Det blei her særleg vist til mogleg prissikring av laks.

I samsvar med framlegg frå utvalet blei varederivat i verdipapirhandellova definerte som finansielle instrument. I første omgang blei berre delar av reglane i lova gjorde gjeldande. Det galdt blant anna reglane om motrekning, som verkar til at dei bilaterale posisjonane mellom to aktørar i marknaden blir haldne nede. Det blei også vedteke krav om bruk av oppgjærssentral for all slik verksemd som verdipapirføretaka har gjennom regulerte marknads plassar. Det reduserte den finansielle risikoen. Varederivatutvalet konstaterte at verksemd med varederivat i seg sjølv ikkje kan spele ei rolle for den finansielle stabiliteten.

Varederivat er definerte som finansielle instrument også i den nye verdipapirhandellova, slik at også reglar i den nye børslova gjeld.⁹ Dermed blir det kravd at føretak som driv ein regulert marknad for varederivat, må ha konsesjon som regulert marknad eller børs, og at berre verdipapirføretak kan drive organisert mellommannsverksemd.¹⁰ Dei ålmenne åtferdsreglane i verdipapirhandellova, krav om god forretningsskikk og reglane om tilsyn og sanksjonar gjeld også for handel med varederivat.

Blant reglane som ikkje blei gjorde gjeldande i den første lovgivinga, var reglane om forbod mot innsidehandel. Reglane blei ikkje tatt i bruk blant anna fordi den dåverande definisjonen av innsideinformasjon ikkje høvde for varederivat.

Vansken med å definere innsideinformasjon for varederivat kan for eksempel illustrerast ved ein plan for omfattande vedlikehald av kraftstasjonar. I utgangspunktet må ein rekne med at ein slik plan vil kunne ha prisverknader i marknaden for elektrisk kraft og for kraftderivat. Då vil kjennskap til slike planar vere innsideinformasjon som dei tilsette i kraftselskapet har. Men dersom kraftmarknaden er prega av fullkomen konkurranse, vil andre kraftprodusentar endre sine køyreplanar for å ta ut vinsten høgare prisar kan gi i spotmarknaden, slik at likevektsprisen blir uendra. Det inneber at det ikkje blir

⁷ Prisane er skarpt fastsette når det er liten forskjell mellom kjøps- og salskursar.

⁸ Eventuelle saker om varederivat som må behandlast innan EU sine komitear, vil bli behandla av verdipapirmarknadskomiteane ESC og CESR.

⁹ Lovene er hhv. lov om verdipapirhandel (vphl) og lov om regulerte markeder (børslova). Begge er av 29. juni 2007, og vil ha teke til å gjelde fullt ut 1. januar 2008.

¹⁰ Det er konsesjonsplikt for å yte investeringstenester som tilbod om kjøp og sal av varederivat overfor ålmenta. Både i den gamle (§7-1) og den nye (§9-2) lova blir det likevel opna for at spesialiserte råvaremeklarar kan delta i marknaden. I den nye lova er det ikkje kravd konsesjon for selskap som «har som hovedvirksomhet å handle for egen regning med varer eller varederivater, forutsatt at foretaket ikke er del av et konsern som har yting av andre investeringstenester eller banktjenester som hovedvirksomhet».

nokon netto effekt på spotprisen, og dermed heller ikkje på framtidsprisen som ein sikrar seg mot i derivatmarknaden. Det som er informasjon som kan gi prisverknad i varemarknaden, treng derfor ikkje vere informasjon relevant for prisendringar i varederivatmarknaden. Kjennskap til vedlikehaldsplanen vil dermed kunne kallast innsideinformasjon i den underliggjande varemarknaden, men dette er ikkje regulert gjennom verdipapirhandellova. Det vil berre vere innsideinformasjon for prisen i den finansielle framtidsmarknaden dersom marknaden for den underliggjande vara ikkje fungerer perfekt.

Det kan likevel finnast annan informasjon med avgrensa spreiding som kan gi eit urimeleg informasjonsforsprang. Det gjeld for eksempel kjennskap til planlagde endringar i reguleringsregimet (på grunn av klimaendringar eller liknande). Det er ikkje utferdar eller produsent av den underliggjande vara, men tilsette i reguleringsstyresmaktene som kan ha slik informasjon før han blir offentleg. Det er eit poeng å hindre misbruk av slik informasjon, og presiseringa av regelverket¹¹ tyder på at Kredittilsynet meiner at handel med finansielle instrument frå personar som har slik informasjon fell inn under forbodet mot innsidehandel. For lakseprisen som blir notert i Noreg, kan kunnskap om endring både i norsk regulering og i handelsregimet for laks (maksimalprisar til EU, forbod mot sal til Russland eller opning for handel med USA) vere slik informasjon. Det tilseier at også styresmakter bør ha eit strengt regime for å sikre at marknadsrelevant informasjon tilflyt marknaden på ein føremålstenleg måte, og norske styresmakter må her òg samarbeide med styresmaktene i andre land.

I 2005 blei det gitt ein særskild definisjon av innsideinformasjon for varederivat, og regelen om forbod mot innsidehandel er gjord gjeldande. Dette var ei tilpassing til marknadmisbruksdirektivet (Direktiv 2003/6/EF), og regelen er førd vidare i den nye lova.¹² Det er ikkje klårt at ein løyser dei reelle vanskaner med å klargjere kva som er innsideinformasjon for varederivat gjennom dei nye reglane.

Det er krav om at verdipapirføretak sin handel med finansielle instrument (inkludert varederivat) ved regulert marknadsplass skal skje med oppgjær i ein oppgjærssentral (§ 10 8 i ny vphl). Andre aktørar blir ikkje stilte overfor det same kravet, men selskap som ikkje er underlagde konsesjonsplikt (jf. note 10), vil neppe ha stor verksemd retta mot ålmanta. Oppgjærssentralen vil vere sentral motpart i derivatoppgjæra og reknar ut og krev inn dei nødvendige marginsikringane. Lovreglane om motrekning (netting) gjeld framleis. Krava til oppgjæret, som er i samsvar med internasjonale tilrådingar, verkar til at marknaden kan opnast for fleire deltakarar. I og med at reglane om motrekning gjeld, er det lagt til rette for at oppgjærssentralar kan operere med svært

avgrensa risiko, og det vil også verke til at det er enklare å etablere ordningar med prisstillarar.

Dei to norske initiativa for laksederivat fekk konsesjonane for verksemda si etter den gamle børslova og med status som autoriserte marknadsplassar. Konsesjonane blir overførte til å gjelde for regulert marknad i den nye lova. Når ein ikkje bruker nemninga «børs», får ein eit noko enklare reguleringsregime. Ein viktig forskjell er at det ikkje er noko forbod mot eigardelar på meir enn 10 prosent av aksjekapitalen for regulerte marknadsplassar, slik det er for børsar. For regulerte marknadsplassar er det krav om førehandsmelding til Kredittilsynet om erverv av slike partar. Kredittilsynet kan nekte erverv dersom kjøparen blir vurdert som ikkje eigna til god forvaltning av marknadsplassen.

4. Nye norske initiativ til marknadsplassar for sjømatderivat

Det har ei tid vore interesse for å etablere ein marknad for laksederivat i Noreg. Varederivatutvalet forklarte potensialet for Fiskeridepartementet (sjå NOU 1999:29, s 10). Seinare har saka vore teke opp av bl.a. Øiulfstad (2004). I avisene har det vore rapportert om initiativ til slik marknadsplass i tre norske byar. Status for initiativa er slik:

- Oslo: European Fish Exchange har gitt opp sitt forsøk på å etablere ein marknad.
- Tromsø: FishEx ASA blei 02.03.2007 tildelt konsesjon for drift av autorisert marknadsplass for handel med laksederivat. Samtidig har Nord Pool Clearing ASA fått utvida sin konsesjon til også å stå for clearing av laksederivat.
- Bergen: Fish Pool ASA blei 11.05.2007 tildelt konsesjon for drift av autorisert marknadsplass for handel med varederivat med fisk og/eller annan sjømat som underliggjande vare. Avtale om oppgjær i NOS Clearing ASA blei kunngjord i pressemelding av 19.04.2007.

Det er altså to verksemdar med avtaler om oppgjær i kvar sin oppgjærssentral som har konsesjon for å drive regulerte marknadsplassar¹³. Dei har kontakt med kvar sin oppgjærssentral som har utvida konsesjonen sin til også å dekkje avrekning og oppgjær av slike derivat. Det har vore otc-handel ved den eine i meir enn eit år, og den andre opna den organiserte elektroniske handelen med standardiserte produkt i haust. Basert på open informasjon frå og direkte kontakt med selskapa,¹⁴ har vi dette biletet:

FishEx i Tromsø er primært etablert for å skape meir føreseielege vilkår for oppdrettsnæringa ved å tilby

¹¹ Sjå punkt 3.1.4 i Kredittilsynets rundskriv 14/2005 «Lov om verdipapirhandel - enkelte kommentarer til kapittel 2 og 3».

¹² § 3-2 (4) i den nye lova lyder «(4) Med innsideinformasjon om varederivat menes presise opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjent og som direkte eller indirekte angår ett eller flere varederivater og som deltakere på markedet der varederivatene omsettes ville forvente å motta i samsvar med det Kredittilsynet anser som akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet. Med opplysninger som deltakerne ville forvente å motta, menes opplysninger som normalt gjøres tilgjengelig for deltakere på markedet eller opplysninger som skal offentliggjøres som følge av lov, forskrift eller annen regulering, herunder privatrettslig regulering og praksis på det aktuelle varederivatmarkedet eller det underliggende varemarked. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innsideinformasjon i tilknytning til varederivater og akseptert markedspraksis».

¹³ Her blir namna og terminologien i den nye lova brukte.

¹⁴ Høvesvis frå <http://www.fishex.no/> og frå <http://www.fishpool.eu>.

produkt for sikring av lakseprisen. Konsesjonen selskapet fekk, var likevel som «autorisert marknadsplass for varederivat med fisk og/eller sjømat som underliggjande vare». Kredittilsynet sette som vilkår for oppstart av verksemda at kapitalbasen måtte aukast, og ei kapitalutviding er nyleg gjennomført. Etter denne kapitalutvidinga har eigarane desse eigardelane: Sparebank 1 Nord-Norge Invest 22 %, KapNord Fond (ått av bankar og nordnorsk næringsliv) 19 %, Marinvest (dvs. Råfisklaget) 16 %, Troms Kraft Invest 16 %, Oslo Børs 9 %, SR Investering (dvs. Sparebank 1 Rogaland) 9 %, Sildinvest (dvs. Sildesalgslaget) 8 %.

FishEx starta handelsverksemda siste veka i oktober 2007, då dei vurderte det slik at dei hadde eit naudsynt minimum av betalande medlemmer, og det er kome til fleire etter at marknaden opna. Årsavgifta medlemene betalar er 750 euro, og for deltaking i marknaden er det også kravd at dei har clearingavtale med ein garanti på 30 tusen euro. Dei norske medlemene er produsentar eller oppkjøparar som kjøper for vidare distribusjon, medan dei utanlandske er foredlarar av laks. Medlemene har ein solid basis i den underliggjande marknaden for laks. Nokre av medlemene har tidlegare gjort noko prissikring i otc-marknaden på Fish Pool eller Direct Hedge, som er eit dansk-sveitsisk selskap som var det første som tilbød otc-handel med laksederivat. FishEx er i diskusjon med finansielle aktørar om medlemskap. I vekene som er gått sidan marknaden opna, har handel og oppgjær skjedd etter boka og heilt utan problem.

Produktet som blir omsett på marknadsplassen, er ein forwardkontrakt på gjennomsnittspris per veke. Ein kontrakt gjeld prisen på eit tonn laks levert i ei veke som her vart kalla L (for leveringsveke). FishEx meiner det er vekeskontraktar som gir grunnlag for mest adekvat prissikring. For eksempel i desember er svingingane mellom vekene før jul og romjula dominerande, og månadskontraktar vil ikkje fange den fundamentale uvissa. Prisen i oppgjeret vil vere basert på pristan i eksportstatistikken til Statistisk sentralbyrå (SSB). Innanlandsk sal av fisk vil dermed ikkje vere del av grunnlaget for indeksen. Frå starten blir det notert kontraktar på lakseprisen for alle veker i seks – sju månader framover. Det vil til ei kvar tid vere kontraktar for enkeltveker for dei næraste fire til sju vekene. Fjernare veker vil bli samla i blokker på fire veker. Det vil dermed bli notert prisar på inntil tolv kontraktar, og all handel på FishEx skjer i desse standardiserte produkta. Handelen blir gjennomført anonymt, slik at ein motpart berre kjenner til oppgjærssentralen som motpart.

Kontraktane gjeld gjennomsnittspris ved omsetning i veke L. Det er tilgang til å gjere kontraktar på denne prisen fram til fredag i (L-1), og prisen blir kjend gjennom offentliggjerjing av SSB sin statistikk på onsdag i (L+1). Oppgjeret vil gå i oppgjærssentralen torsdag i (L+1), og ettersom det er forwarkontraktar det vert handla i, vil heile oppgjeret skje på ein gong. Kontraktane vil vere noterte i euro, og oppgjærssentralen, Nord Pool

Clearing, vil ha same system for oppgjær av elektrisitet- og fiskederivat.¹⁵ Valutaomveksling vil bli gjort til gjennomsnitt av kursen kl 1415 i leveringsveka.

Omsetninga ved FishEx dei første vekene er ikkje kjend, og marknaden kan så langt knapt kallast likvid. For å etablere ein open likvid marknad vil det vere naudsynt med fleire deltakarar. Ein må ikkje minst få med råvaremeklarar og/eller verdipapirforetak, og syte for at ålmenta er kjent med pris og omsetnad i marknaden.

Selskapet har ikkje klarlagt om og korleis marknadsinformasjon skal publiserast. Av omsyn til konkurransen har ein så langt vore varsam med offentliggjerjing. Marknadsdeltakarane får vite volumet i dei ulike kontraktane, omsetningspris og beste pris på kjøpar- og seljarsida. To selskap, som begge har basis i næringa, er prisstillarar og stiller tovegs prisar (kjøp/sal) med låg spreining. Det forpliktande volumet bak prisane vil i utgangspunktet vere lågt. FishEx har avtale med prisstillarar for alle noterte kontraktar. Det er grunn til å rekne med at det vil vere størst ønske om handel med kontraktane som går tre til seks månader fram i tid. Det er avtalt ei lågare handelsavgift for selskapa som fast vil stille prisar, elles har dei ikkje fått fordelar i høve til dei andre medlemene.

Når det gjeld vegen vidare etter oppstart, er første prioritet for selskapet fleire medlemmer og auka likviditet i produkta selskapet har frå starten. Seinare vil betre marknadstilpassing i produkta for lakseprisane ha prioritet. Det kan vere ønskje i marknaden om å notere sesongar som er sette saman av tre blokker, slik at ein kan prissikre opp mot halvanna års horisont. Først etter dette kan ein vurdere utviding med fleire fiskeslag som underliggjande produkt. Kontraktar om framtidige prisar på sild, makrell og annan kvitfisk kan vere aktuelt.

FishEx vurderer det elles slik at det neppe vil vere problem med innsidekunnskap hos regulatorar om lakseprisen. Dersom ein går over til kvitfisk eller andre fangstbaserte produkt, vil kjennskap til kvotar og kvotetildelingar kunne føre til problemstillingar omkring regulatorar med innsidekunnskap.

Fish Pool i Bergen er etablert med ein ambisjon om å skape ein global marknadsplass for prissikring av fisk og sjømatprodukt. Selskapet er i utgangspunktet etablert av viktige deltakarar i næringslivet, inklusive finansnæringa, i Bergen. I februar 2007 kjøpte Imarex NOS ASA seg opp til ein eigardel på 34,3 % i ein emisjon, og dei sikra seg samtidig retten til å auke eigardelen sin til 50,1 %. Heimesidene gir dessutan opp desse aksjonærane: Bergen Energi AS (20,4 %), GC Rieber AS (11,7 %), Sparebanken Vest (5,8 %), DnB NOR Bank ASA (5,3 %), Nordea Bank Norge ASA (5,3 %), Fana Sparebank (5,2 %), Holberg Fondene (3,8 %), Sparebanken Sogn og Fjordane (2,5 %).

På Fish Pool starta handel i april 2006. Etter det har som nemnt Imarex NOS gått inn med kapital, og kan tilføre erfaring med løysingar for elektronisk handel og oppgjær. Fish Pool offentliggjær dagleg referanseprisar

¹⁵ Det er nærare informasjon av det avtalte systemet for avrekning og oppgjær på Nord Pool sine heimesider, sjå <http://www.nordpool.no/nordpool/clearing/index.html>.

for kontraktar. Fish Pool har heilt frå starten meldt om tilsig av nye medlemer. Den første kom kort etter at handelen opna, og no er det hundre medlemer. Blant dei er det oppdrettsselskap, fiskeforedlarar og finansielle meklarforetak. Det blir ikkje kravd medlemsavgift, men selskapet må ha kredittvurdering eller stille særskild garanti for oppgjer. Medlemslista er ikkje offentleg på grunn av konkurransen.

Kontraktane det vert handla med, er futureskontraktar som gjeld gjennomsnittspris i månaden i norske kroner. På mange vis kan ein sjå på verksemda som Fish Pool sjølv driv som mellommannsverksemd, og hausten 2007 er kontraktar og interesse for kontraktar fram til sommaren 2009 kartlagt. Det er størst interesse for handel i dei næraste løpetidene, dvs. eit halvt år framover. Interessa for sikring av prisane lenger fram i tid fell. Det blei i oktober 2007 opplyst at det blir handla ein del med kontraktar ut 2007 og med årskontraktar for 2008. Det er ikkje handel med kontraktar for 2009. Prisane som blir formidla på desse løpetidene er dels baserte på interesse for handel som er meldt inn og dels på overslag gjorde i Fish Pool. Referanseprisen som vert nytta ved oppgjer av kontraktane vert rekna ut etter ein detaljert spesifikasjon som sikrar at kvaliteten på det underliggjande produktet ikkje endrar seg. Eit særskilt utval fører tilsyn med utrekninga av denne prisen.

Kontraktar for ein måned kan teiknast heilt fram til utløpet av den same månaden. Då er mesteparten av grunnlaget for prisen kjend, så det er lite handel mot slutten av månaden. Referanseprisen vert heilt klår den 15. i månaden etterpå. Fish Pool tilbyr i dag både handel som blir avrekna gjennom oppgjerssentral og handel som blir gjort opp direkte mellom partane. Etersom handelen som blir gjort opp gjennom oppgjerssentral gjeld futureskontraktar, har det vore dagleg innbetaling av margin. Den endelege avrekninga av kontraktane er derfor oftast liten og vert gjort den 16. For kontraktar der det ikkje er brukt oppgjerssentral, sender Fish Pool ut eit brev med referansepris og kor mykje som skal gjerast opp. Dette brevet vil vere eit underbilag i den private faktureringa i slike kontraktar.

Av omsyn til konkurransen gjer Fish Pool ikkje omsetningstala kjende. I nyhendebrev for august 2007 er det likevel oppgitt at det i den månaden var omsetningsrekord med kontraktar for meir enn 6 300 tonn laks, og at målet om kontraktar på 36 000 tonn på årsbasis for 2007 er innan rekkjevidd. Det er opplyst at det blei gjort kontraktar om 4 000 tonn laks i dei åtte månedene med handel i 2006. Aktiviteten verkar derfor å vere mykje høgare no.

Fish Pool bruker det same elektroniske handelssystemet som Imarex, og det er også i bruk i varederivatmarknader i andre land. På grunn av den avgrensa aktiviteten og kunnskapen om systemet som aktørane har, blir ein stor del av ordrane tekne inn frå medlemene over telefon, e-post eller faks, og lagde inn i handelssystemet av tilsette i Fish Pool. Det er eit skjønsspørsmål

om delar av marknaden i dag kan kallast likvid. Dei klårt fleste handlane som blir slutta, gjeld prisane dei næraste tolv månedene. I arbeidet med å etablere ein likvid marknad har marknadsplassen tett kontakt med marknadsdeltakarane for å kartlegge sikringsbehov og prisvurderingar.

Ein måte å styrkje likviditeten på ville vere om det lét seg etablere eit system med prisstillarar. Fish Pool ønskjer ein slik funksjon knytt til marknadsplassen, men har så langt ikkje funne nokon som vil ta på seg risikoen ved å vere forplikta til kontinuerleg å stille tovegs prisar med lite avvik mellom kjøps- og salspris. Når det gjeld faktorar som styrer prisutviklinga, er den regulatoriske uvissa rekna som låg. Det er fundamentale endringar i tilbod og etterspørsel som driv prisane.

I dei tilfella der oppgjerssentralen ikkje står for oppgjeret, må partane godkjenne kvarandre. Oppgjer av handelen er basert på gjensidige kredittgrenser som eventuelt kan vere baserte på bankgarantiar. Når oppgjerssentralen (NOS Clearing) medverkar, vil dei gjere daglege utrekningar og jamleg krevje innbetaling av marginar. Fish Pool gir opp dagleg sluttkurs til dette marknadsoppgjeret.¹⁶ Informasjonen Fish Pool spreier til alle marknadsdeltakarar om pris og handelsvolum, er basert på all handel, anten han er avrekna gjennom oppgjerssentral eller ikkje.

5. Samandrag og vidare perspektiv

Varederivatmarknader er ein marknadsmessig måte å levere sikring for pris for den aktuelle vara. For somme varer har slik sikring i praksis vist seg å vere viktig for utvikling av dei verdiskapande lekkane i kjeda frå produksjon til endeleg sal til sluttbrukarane. Etersom det her er snakk om ein privat organisert marknad som leverer sikringsproduktet, blir ikkje offentlege budsjett belasta. Det offentlege medverkar gjennom å leggje til rette med ei adekvat regulatorisk ramme som sikrar ordna marknader og reduserer faren for samanbrot. For den finansielle stabiliteten er det særleg viktig at nettingreglane gjeld og at soliditeten i og tilsynet med oppgjersverksemda knytt til derivathandelen, er adekvat.

I Noreg har marknadsplassane for kraft- og skipsfraktderivat vore i drift i høvesvis tolv og sju år. Dei har – etter å ha vore gjennom situasjonar med stress – etablert seg som hjelpemiddel for kontroll av prisrisiko som blir opplevd som nyttige av brukarane. For internasjonale brukarar av marknadsplassane er det utvilsamt viktig at regulering av og tilsyn med denne verksemda i Noreg er i pakt med god internasjonal standard. Gjennom lovvedtaket i 2001 og gjennomføringa av MiFID som skjer i desse dagar, vil lovrammene – både i Noreg og i EØS-området – vere på plass. Kredittilsynet har no seks års erfaring som tilsynsorgan, og har dermed gode føresetnader for å halde fram med å syte for at slike marknader i Noreg utviklar seg utan øydeleggjande skandalar eller dramatiske hendingar.

¹⁶ Nærare informasjon om denne clearinga finst på <http://www.nos.no/frontpage.asp>.

Når det gjeld utviklinga av fiskederivatmarknader i Noreg verkar det som aktiviteten i dei to initiativa tilseier at det er trong for produkt til sikring av lakseprisen. Konkurransen mellom dei to marknadsplassane er ikkje avklart, men mykje kan truleg falle på plass innan kort tid.

Kva som vil skje i denne konkurransen, treng ikkje styresmaktene uroe seg over. Det kan vere ein fordel om eit system for prissikring finn ei marknadsbasert form, ettersom det truleg vil redusere behovet for andre tiltak drivne av styresmaktene. At formuar både kan bli skapte og tapte bør styresmaktene ha eit avslappa forhold til så lenge det ikkje er dei regulatoriske rammene eller tilsynet som skaper eller øydar verdiane. Eit område der enkelte styresmaktorgan i denne samanhengen kan ha behov for opplæring, er informasjonshandtering. Dersom finansielle marknader for fleire varederivat blir utvikla, vil lik tilgang til relevant informasjon vere ein kritisk faktor. Med nye underliggjande varer kan nye styresmaktorgan kome i «skotlinja». Ettersom rutinar som fungerer godt alt eksisterer i delar av forvaltninga, skulle nødvendig kompetansebygging ikkje by på særlege problem.

For interessentane bak initiativa for fisk- og sjømatderivat, kan det konstaterast at kampen om å vinne fram for sitt initiativ er i gang. Vi som er observatørar utanfor næringa, kan berre følgje med på kva som blir den vidare lagnaden for initiativa og for ein mogleg marknad.

Referansar:

CPSS (2004): *Recommendations for Central Counterparties. Third report by Task force on Securities Settlement Systems*. Bank for International Settlements & International Organisation of Securities Commissions, November 2004

NOU 1999:29 *Varederivater*. Utreiing frå utval med mandat og oppnemning frå Finans- og tolldepartementet 7. juli og 25. september 1998. Levert 8. september 1999. Statens forvaltingsteneste

Tokyo-erklæringa (1997): *Tokyo Communiqué on Supervision of Commodity Futures Markets*. Vedlegg 1 s 118–133 i NOU 1999:29

Øiulfstad, Bjørn O. (2004): «Etablering av markadsplass for oppdrettslaks» s 89–93 i *Årbok 2004–2005*, Advokatfirmaet Steenstrup Storange DA