

NOTAT

Til Energi Norge

Fra Thommessen (v/advokat Tore Mydske)

Dato 5. oktober 2017

Ansvarlig advokat: Tore Mydske

VEILEDER FOR KRAFTBRANSJEN - KONSESJONSPLIKT ETTER MIFID II

1 INNLEDNING

Vi er bedt om å utarbeide en veileder for det norske kraftmarkedet, som skal sette aktørene i stand til å vurdere om virksomheten deres vil bli underlagt konsesjonsplikt som verdipapirforetak ved gjennomføring av direktiv 2014/65/EU og forordning 600/2014/EU (samlet omtalt som "**MiFID II**") i norsk rett.

MiFID II vil tre i kraft i EU 3. januar 2018. Verdipapirlovutvalget har i NOU 2017:1 foreslått lovregler for gjennomføring av direktivet i norsk rett. Utredningen har vært på alminnelig høring, men det er ikke ventet at det vil fremmes en lovproposisjon til Stortinget før våren 2018. Vi forventer derfor MiFID II formelt sett vil tre i kraft i norsk rett 1. januar 2019, men dette kan endre seg.

I det følgende gjør vi rede for de sentrale juridiske spørsmålene som oppstår ved avklaring av konsesjonsplikt etter MiFID II (punkt 2), før punkt 3 gir en grafisk fremstilling av hvordan man bør gå frem for å avklare om virksomheten i det enkelte foretak vil bli konsesjonspliktig eller ikke.

Det understrekes at vi kun vurderer spørsmål knyttet til finansiell krafthandel. Det understrekes videre at vi i det følgende gjør rede for vår tolking av de rettsspørsmål som oppstår. Det kan ikke utelukkes at tilsynsmyndigheter i Norge og/eller EU kan ha en annen oppfatning av disse spørsmålene. Det er særlig to kilder til slik usikkerhet. For det første kan finanstilsynsmyndighetene i EU (særlig den europeiske tilsynsmyndigheten for verdipapirspørsmål – "**ESMA**") gi ny veiledning om de spørsmål som oppstår som avviker fra den tolking vi mener er riktig i dag, eller de kan endre sin oppfatning av hva som er gjeldende rett. For det andre kan det komme avklaringer av ulike tolkingsspørsmål fra Finansdepartementet og/eller Finanstilsynet i forbindelse med gjennomføringen av MiFID II i norsk rett.

I det følgende legger vi til grunn at de aktuelle foretak ikke benytter høyfrekvent algoritmehandel i sin handelsstrategi i tilknytning til finansielle instrumenter.¹

¹ Det er et vilkår for å oppnå unntak fra konsesjonsplikt at foretaket ikke benytter høyfrekvent algoritmehandel, jf MiFID II artikkel 2 (1) j annet avsnitt annet underpunkt.

2 KONSESJONSPLIKT ETTER MIFID II

2.1 Oversikt

Dersom man utløser konsesjonsplikt etter MiFID II, må foretaket søke om konsesjon som verdipapirforetak. Dette krever blant annet at foretaket underlegges tilsyn av Finanstilsynet og må oppfylle løpende kapitalkrav. I tillegg vil foretaket klassifiseres som "financial counterparty" etter derivatforordningen (EMIR). Vi går ikke i denne forbindelse nærmere inn på hvilke konsekvenser en eventuell konsesjonsplikt kan få for norske kraftselskaper. Det er imidlertid viktig å merke seg at foretak som velger å benytte unntakene fra konsesjonsplikt må orientere Finanstilsynet om dette, jf MiFID II artikkel 2 (1) (j) (iii).

Utgangspunktet etter MiFID II er at det oppstår konsesjonsplikt som "verdipapirforetak" for foretak som yter (i) "investeringstjenester" eller "investeringsaktiviteter" i tilknytning til (ii) "finansielle instrumenter", og hvor (iii) det ikke er gjort unntak fra konsesjonsplikten. Vi vil gå gjennom hvert av disse vilkårene i det følgende.

Sammenlignet med gjeldende verdipapirmarkedsdirektiv (MiFID), utvider MiFID II konsesjonsplikten ved at flere tjenester utgjør "investeringstjenester", flere kontrakter utgjør "finansielle instrumenter" og at det er færre unntak fra konsesjonsplikten.

2.2 "Investeringstjenester" og "investeringsaktiviteter"

Med "investeringstjenester" og "investeringsaktiviteter" forstås tjenester og aktiviteter som fremgår av MiFID II Annex I Section A.

Kjernen i disse tjenestene/aktivitetene som utløser konsesjonsplikt er som følger (vi går bare gjennom tjenester/aktiviteter av relevans for kraftsektoren):

- (i) "*Mottak og formidling av ordre*": Kjernen i denne tjenesten er å motta eller formidle en ordre om å kjøpe eller selge et finansielt instrument på en kundes regning og risiko. Dette omfatter typisk virksomheten til meglere i det finansielle kraftmarkedet. Dersom foretak A mottar en ordre fra en sluttkunde om å kjøpe et finansielt kraftderivat på NASDAQ OMX, og foretak A formidler ordren til et annet foretak (foretak B) for gjennomføring av ordren, vil foretak A utføre investeringstjenesten "formidling av ordre" og foretak B utføre investeringstjenesten "utførelse av ordre", jf rett nedenfor. Mottak og formidling kan kombineres med forutgående investeringsrådgivning.
- (ii) "*Utførelse av ordre for kunders regning*": Utførelse av ordre på kundens regning omfatter gjennomføring av en kundeordre både utenfor børs og på børs. Utførelse av ordre utenfor børs skjer for eksempel når et foretak gjennomfører en handel i kundens navn og for kundens risiko mot kjente motparter per telefon eller annen måte (typisk matching av kjøps- og salgsordre i bilaterale handler). Utførelse av ordre kan også gjøres på børs, ved at en gjennomfører en kundeordre på NASDAQ OMX for kundens regning og risiko.

Utførelse av kundeordre kan til dels overlape med investeringsaktiviteten "egenhandel". Dette reiser relativt kompliserte avgrensningsspørsmål ved vurdering av hvilke unntak fra konsesjonsplikten som er aktuelle for kraftselskaper, og vi går derfor nærmere gjennom dette skillet nedenfor.

- (iii) "*Aktiv forvaltning*": Aktiv forvaltning kjennetegnes ved at det tjenesteytende selskapet treffer en investeringsbeslutning om kjøp eller salg av finansielle instrumenter på vegne av kunden innenfor et gitt forvaltningsmandat. Dette i motsetning til investeringsrådgivning, hvor det er kunden som treffer investeringsbeslutningen. Etter at

en investeringsbeslutning er truffet av den aktive forvalteren, kan ordren typisk gjennomføres på børs eller ved at forvalter sender den til gjennomføring hos et annet foretak. Begge disse former for etterfølgende gjennomføring av en investeringsbeslutning innebærer separate investeringstjenester som kan utløse konsesjonsplikt (i tillegg til utføring av aktiv forvaltning).

- (iv) "*Investeringsrådgivning*": Investeringsrådgivning innebærer – noe forenklet – at et foretak gir individualiserte råd til en kunde om kjøp eller salg av finansielle instrumenter basert på kunnskap om kundens behov og økonomiske stilling. Typisk omfattes råd til en kunde om kjøp eller salg av finansielle kraftderivater på NASDAQ OMX. Det er imidlertid kunden som treffer investeringsbeslutningen – dette skiller rådgivning fra aktiv forvaltning.
- (v) "*Handel for egen regning*": Handel for egen regning er egentlig ikke en investeringstjeneste – det er en investeringsaktivitet hvor det ikke nødvendigvis ytes en tjeneste overfor kunden. Dette innebærer at ethvert foretak som handler for egen regning og risiko i finansielle instrumenter (typisk i finansielle kraftderivater på NASDAQ OMX) som et utgangspunkt vil utløse konsesjonsplikt. Her gjelder imidlertid viktige unntak ved handel i varederivater, jf nedenfor. En særlig form for egenhandel foreligger der foretaket trer inn som motpart mot en kundeordre. Da foreligger gjennomføring av kundeordre på den ene siden av transaksjonen og egenhandel på den andre. Denne formen for egenhandel reiser kompliserte spørsmål ved anvendelsen av unntak ved handel i varederivater.

Utøvelse av slike investeringstjenester/investeringsaktiviteter kan bare utløse konsesjonsplikt dersom de utøves i tilknytning til "finansielle instrumenter", jf nærmere nedenfor.

2.3 "Finansielle instrumenter"

Hva som menes med "finansielle instrumenter" fremgår av MiFID II Annex I Section C. En undergruppe av de finansielle instrumentene er "varederivater", og disse er definert i Annex I Section C nr 5, 6, 7 og 10.²

Begrepet "varederivater" må avgrenses i to retninger.

For det første må begrepet avgrenses mot spotkontrakter. Et derivat er en kontrakt om levering av en vare eller annet formuesgode frem i tid til en på forhånd fastsatt pris (typisk levering av kraft eller et el-sertifikat). Dette omfatter ikke spotkontrakter, hvor levering skjer mer eller mindre umiddelbart. Skillet mellom spotkontrakter og derivatkontrakter er ikke alltid rett frem, men i det norske kraftmarkedet er det relativt klare skiller mellom derivatkontraktene (som handles på NASDAQ OMX) og spotkontraktene (som handles på NordPool AS). Det er gitt nærmere regler om avgrensningen mot spotkontrakter i gjennomføringsforordningen til MiFID II 7 (2).³

For det andre må det skilles mellom derivater som regnes som finansielle instrumenter (som sk "varederivater") og derivater som ikke regnes som finansielle instrumenter (og som ikke utløser konsesjonsplikt ved utføring av investeringstjenester/investeringsaktiviteter). Klassifiseringen er avhengig av instrumentets karakter, derivatets underliggende, handelsform og oppgjørsform. Det er gitt detaljerte regler om dette skillet i gjennomføringsforordningen til MiFID II artikkel 5-7. Disse

² Dette følger av legaldefinisjonen av "commodity derivatives" i MiFIR artikkel 2 (1) punkt 30.

³ Det understrekes at denne avgrensningen kun er relevant for "varederivater". Utslippskvoter som nevnt i MiFID II Annex I Section C no. 11 er i seg selv finansielle instrumenter, uavhengig av om det er utslippskvoter eller derivater på utslippskvoter som er gjenstand for handel.

reglene innebærer blant annet at forwardkontrakter som handles OTC og som må gjøres opp fysisk, etter omstendighetene vil falle utenfor definisjonen av finansielle instrumenter.⁴

Nedenfor klassifiserer vi enkelte typiske kontrakter/produkter som handles i det norske kraftmarkedet:

- (i) Finansielle derivatkontrakter som handles på NASDAQ OMX er "varederivater" og dermed finansielle instrumenter etter MiFID II. Dette gjelder uavhengig av om kontraktene handles for spekulative formål eller med hedgingformål.
- (ii) Spotkontrakter som handles på Nord Pool AS er typisk ikke derivatkontrakter, og faller normalt utenfor definisjonen av "finansielle instrumenter". Spotkontrakter er alle kontrakter om leveranse av kraft med levering innen 2 handelsdager, og innebærer blant annet at intradagkontrakter og balansekontrakter faller utenfor definisjonen av finansielle instrumenter.
- (iii) Elsertifikater er ikke i seg selv finansielle instrumenter, jf også tilsvarende i forarbeidene til elsertifikatloven. Vi kan ikke se at MiFID II innebærer en endring på dette punktet. Derivatkontrakter med elsertifikater som underliggende kan etter omstendighetene anses som "finansielle instrumenter". Dette må i tvilstilfeller vurderes konkret.
- (iv) Klimakvoter vil etter MiFID II i seg selv anses som et finansielt instrument. Dette i motsetning til MiFID I, hvor det kun er derivatavtaler med klimakvoter som underliggende som anses som finansielle instrumenter.
- (v) Konesjonskraft vil etter vår vurdering falle utenfor definisjonen av finansielle instrumenter, siden leveringsforpliktelsen i slike tilfeller ikke hviler på en avtaleforpliktelse. Det vises til tidligere vurderinger av dette.⁵

2.4 Tilgjengelige unntak

2.4.1 Oversikt over aktuelle unntak

Selv om man tilbyr en konsesjonspliktig "investeringstjeneste" i tilknytning til et "finansielt instrument", er det flere viktige unntak fra konsesjonsplikten.

Slike unntak kan være generelle, og gjelde for alle typer foretak. Et viktig unntak av denne typen er "konsernunntaket".⁶ Det innebærer at et konsernforetak kan tilby investeringstjenester i tilknytning til finansielle instrumenter (typisk aktiv forvaltning av finansielle kraftkontrakter) til et annet konsernforetak uten å utløse konsesjonsplikt. Det er imidlertid viktig å understreke at det andre konsernforetaket som får tjenesten utført på sine vegne, etter omstendighetene kan anses å drive konsesjonspliktig egenhandel (selv om andre treffer investeringsbeslutningen). Det er altså bare konsesjonsplikten for det "tjenesteytende" konsernforetaket som unntas etter konsernunntaket. Et annet unntak som gjelder alle typer foretak er det generelle egenhandelsunntaket.⁷ Dette unntaket gjelder egenhandel i alle andre typer finansielle instrumenter enn varederivater, og åpner blant annet for at energiforetak kan inngå rente- og valutaderivater for egen regning, uten å utløse konsesjonsplikt.

⁴ Se tilsvarende i NOU 2017:1 side 120. Det er gitt nærmere regler om denne avgrensningen i Commission Delegated Regulation 2017/565 artikkel 7.

⁵ Se tidligere notat til Energi Norge om dette.

⁶ MiFID II artikkel 2 (1) b

⁷ MiFID II artikkel 2 (1) d

I tillegg gjelder to viktige unntak i MiFID II artikkel 2 (1) j som bare gjelder for virksomhet i tilknytning til varederivater.

- (i) Det første unntaket ("**unntak 1**") gjelder ved egenhandel, unntatt egenhandel som også innebærer "utføring av kundeordre".
- (ii) Det andre unntaket ("**unntak 2**") gjelder alle andre investeringstjenester, forutsatt at tjenestene ytes til "kundene eller leverandører av hovedvirksomheten". Dette vilkåret om at tjenestene bare skal ytes til kunder av hovedvirksomheten gjelder bare for unntak 2, og ikke for unntak 1 (egenhandel).

Felles for både unntak 1 og unntak 2 er at den konsesjonspliktige virksomheten kan anses som "tilknyttet virksomhet" av hovedvirksomheten til foretaket eller det konsernet foretaket er tilknyttet, jf nærmere i punkt 2.5 nedenfor.

Forholdet mellom unntak 1 og unntak 2 reiser en rekke kompliserte spørsmål, og lovteksten på området er ikke spesielt pedagogisk utformet. Vi vil gå gjennom disse spørsmålene nedenfor.

Oppsummeringsvis er det vår vurdering at norske kraftselskaper kan forholde seg til følgende hovedregler ved vurderingen av om de er innenfor unntak 1 eller unntak 2:

- Dersom kraftselskapet er en alminnelig tradingmotpart til sine kunder, er unntak 1 tilgjengelig.
- Dersom kraftselskapet tilbyr andre investeringstjenester (herunder gjennomføring av en kundeordre på NASDAQ OMX), så er unntak 2 tilgjengelig. Dette gjelder uavhengig av om kraftselskapet har en implisitt motpartsrisiko mot kunden ved gjennomføring av transaksjonen.
- Dersom kraftselskapet er kundens motpart i transaksjonen og (i) kunden har en rimelig forventning om at kraftselskapet skal ivareta kundens interesser, og (ii) hvor transaksjonen gjennomføres mot kraftselskapets egen balanse (med eller uten hedging), er verken unntak 1 eller unntak 2 tilgjengelig. Slik virksomhet vil således kunne utløse konsesjonsplikt etter MiFID II.

I det følgende går vi nærmere gjennom tolkingen av unntak 1 og unntak 2.

2.4.2 Nærmere om unntak 1

Unntak 1 for egenhandel er i utgangspunktet tilgjengelig for alle former for egenhandel i finansielle instrumenter (både spekulativ handel og hedgingaktiviteter), forutsatt at "tilknyttet virksomhet"-testen er oppfylt. Egenhandel var også unntatt etter MiFID I, men da måtte ikke "tilknyttet virksomhet"-testen være oppfylt.

Et eksempel på "ren" egenhandel som opplagt omfattes av unntak 1, er når en kunde oppsøker et kraftselskap og ber dem gi en quote på å inngå en OTC-derivatkontrakt med kunden. Dersom kraftselskapet gir en slik quote som kunden aksepterer, foreligger "ren" egenhandel som ikke innebærer ordretutførelse.

Unntaket for egenhandel gjelder ikke egenhandel som også innebærer utførelse av kundeordre ("*excluding persons who deal on own account when executing client orders*").⁸ Som vi så ovenfor,

⁸ MiFID II artikkel 2 (1) bokstav j) (i) i.f.

kan visse former for egenhandel innebære at man også utfører investeringstjenesten "*utførelse av kundeordre*". Et eksempel på slik egenhandel, er når kunden kommer til kraftselskapet og ber om bistand til å gjøre en transaksjon på best mulig vilkår for kunden, uten at kunden spesifiserer hvordan handelen skal gjennomføres og hvor kunden har en rimelig forventning om at kraftselskapet skal ivareta kundens interesser. I en slik situasjon kan kraftselskapet velge å (i) gjennomføre denne transaksjonen mot sin egen kapital (dvs med seg selv som motpart), (ii) krysse den mot en annen kundeordre eller (iii) sende den til NASDAQ OMX for gjennomføring. Dersom kraftselskapet trer inn i avtalen med kunden som nevnt i punkt (i), foreligger en form for "internhandel" som både innebærer egenhandel og utførelse av en kundeordre. I så fall kommer i utgangspunktet ikke unntak 1 til anvendelse. Dette kommer vi tilbake til nedenfor. Gjennomføring av ordren i tråd med punkt (ii) og (iii) vil innebære ytelse av alminnelige investeringstjenester, som må vurderes i forhold til unntak 2.

2.4.3 Nærmere om unntak 2

Unntak 2 er i utgangspunktet tilgjengelig for alle andre investeringstjenester/investeringsaktiviteter enn egenhandel. Dette betyr at kraftselskapers porteføljeforvaltning på vegne av kunder (aktiv forvaltning), investeringsrådgivning, ordreformidling og ordreutførelse kan unntas fra konsesjonsplikt, forutsatt at tjenestene ytes til "kunder eller leverandører av hovedvirksomheten".

Det er verdt å merke seg at inkluderingen av "leverandører" i denne definisjonen er nytt ved MiFID II, og innebærer således en viss utvidelse av dette vilkåret i forhold til gjeldende rett.

Vi har ikke funnet relevant veiledning fra ESMA eller EU-kommisjonen om tolkingen av "kunder av hovedvirksomheten". På dette punktet viderefører MiFID II et tilsvarende unntak i MiFID I. Ved gjennomføringen av MiFID I i norsk rett, la Finanstilsynet i Rundskriv 24/2007 til grunn at (i) kundene kan være kunder av et annet foretak i samme konsern (typisk kunder av kraftproduksjonsselskapet eller nettselskapet), og (ii) at det ikke er krav til hvor omfattende kundeforholdet med hovedvirksomheten må være.

Vi kan ikke se grunn til at denne tolkingen av "kunder av hovedvirksomheten" må endres ved gjennomføring av MiFID II i norsk rett.

2.4.4 Forholdet mellom unntak 1 og unntak 2

Forholdet mellom unntak 1 og unntak 2 er komplisert når man står overfor ulike kombinasjoner av egenhandel og ordreutførelse. Vi går ikke i denne sammenheng gjennom andre investeringstjenester som opplagt faller inn under unntak 2 (slik som ordreformidling, investeringsrådgivning og aktiv forvaltning).

Vi kan i denne forbindelse skille mellom tre ulike situasjoner:

- (i) "Ren" egenhandel som ikke innebærer ordreutførelse, og faller inn under unntak 1.
- (ii) "Ren" ordreutførelse som ikke innebærer egenhandel, og som faller inn under unntak 2.
- (iii) Egenhandel som også innebærer utførelse av kundeordre som verken omfattes av unntak 1 eller unntak 2.

Hvilken situasjon man står overfor må gjøres ut fra en konkret vurdering av rettsforholdet mellom partene. Vi går nærmere gjennom de ulike situasjonene nedenfor.

- (i) Ren egenhandel: Ren egenhandel skal behandles etter unntak 1.

EU-kommisjonen har lagt til grunn at det sentrale spørsmålet ved vurderingen av om man står overfor "ren" egenhandel eller egenhandel som også anses å utgjøre "utførelse av kundeordre", er om kunden ved inngåelse av en avtale med kraftselskapet har en "rimelig forventning" om at kraftselskapet skal ivareta kundens interesser ved gjennomføring av handelen.⁹

Dersom det fremstår som klart for kunden at kraftselskapet kun opptrer som en motpart i kontrakten og at kraftselskapet ikke har noen omsorgsforpliktelser overfor kunden, vil handelen anses som "ren" egenhandel som behandles etter unntak 1.¹⁰ Dersom kunden for eksempel kommer til kraftselskapet og ber om et tilbud fra kraftselskapet for å gjennomføre en konkret transaksjon som skal sammenlignes med andre tilbud, vil kraftselskapet anses å være en motpart og en påfølgende handel vil utgjøre "ren" egenhandel. Et sentralt tolkningsmoment i den forbindelse vil være om kunden har en rimelig forventning om at motparten skal ivareta "best execution" forpliktelser i transaksjonen. Det vises også til omtale i punkt 2.4.2 ovenfor.

- (ii) Ren ordreutførelse: Alminnelig ordreutførelse skal behandles etter unntak 2, jf omtale av de generelle vilkår for dette unntaket i punkt 2.4.3.

For det første vil det foreligge alminnelig ordreutførelse dersom kraftselskapet mottar en kundeordre, og som kraftselskapet gjennomfører ved å krysse den mot en motgående kundeordre som en annen kunde har lagt inn (sk "agency crossing").

For det andre vil det - etter vår vurdering - foreligge alminnelig ordreutførelse dersom kraftselskapet mottar en kundeordre, og som kraftselskapet gjennomfører ved å sende den NASDAQ OMX for gjennomføring.

Det kan reises spørsmål om sistnevnte situasjon er en tjeneste som skal anses som en form for egenhandel (som skal vurderes etter unntak 1) eller som en ren ordreutførelse (som skal vurderes etter unntak 2).

I slike transaksjoner (hvor kraftselskapet mottar en kundeordre som deretter gjennomføres på NASDAQ OMX) vil normalt kraftselskapet gjennomføre transaksjonen i eget navn på NASDAQ OMX, selv om det er kunden som har markedsrisikoen. Dette utsetter kraftselskapet dels for motpartsrisiko overfor kunden (som typisk håndteres gjennom marginkrav) og dels for markedsrisiko, for det tilfellet at kunden ikke klarer å gjøre opp. Økonomisk sett kan derfor dette anses som en form for egenhandel. Dette er etter vår vurdering likevel ikke en form for egenhandel. Kunden vil i en slik situasjon ikke nødvendigvis ha inngått en separat kraftderivatkontrakt med kraftselskapet, og tjenesten som kraftselskapet yter er reelt sett kun gjennomføring av ordren på NASDAQ OMX. Vederlaget som kraftselskapet mottar vil også være knyttet til denne ene transaksjonen på NASDAQ OMX (typisk en ordinær kommisjon), og vil ikke være knyttet til markedsrisiko påtatt av kraftselskapet. Dette tilsier også at dette bare skal anses som ordreutførelse.

At kraftselskapet trer inn som formell avtalepart i handelen som gjennomføres på NASDAQ OMX kan sammenlignes med handelsstrukturen i alminnelig aksje- og obligasjonshandel som skjer over børs. I slike tilfeller mottar meglerforetaket en

⁹ Brev fra EU kommisjonen til CESR av 19. mars 2007 ("Best execution – scope issues under MiFID and the implementing directive").

¹⁰ Se definisjon av egenhandel i MiFID II artikkel 4 (1) bokstav 6.

kundeordre, som meglerforetaket deretter legger inn i børsens handelssystem i eget navn. Slik sett vil meglerforetaket ha en oppgjørssisiko og implisitt markedsrisiko, for det tilfellet at kunden ikke gjør opp. Dette endrer ikke tjenestens karakter fra å være "ren" ordreutførelse, og det samme må etter vår vurdering også gjelde i varederivatmarkedet.

Dette innebærer at kraftselskapet i slike situasjoner utfører investeringstjenesten "utførelse av ordre på vegne av kunde", og slike tjenester omfattes av unntak 2.

- (iii) Egenhandel som også innebærer utførelse av kundeordre: Egenhandel som også innebærer utførelse av kundeordre, faller i utgangspunktet utenfor unntak 1. Vi vil først drøfte *hvilke situasjoner* som omfattes av dette "unntaket fra unntaket", før vi går inn på *hvilke konsekvenser* det har at en situasjon anses å være egenhandel som også innebærer utførelse av kundeordre.

Som nevnt ovenfor, har EU-kommisjonen lagt til grunn at vurderingen av om man står overfor "ren" egenhandel eller egenhandel som også anses å utgjøre "utførelse av kundeordre", er om kunden ved inngåelse av en avtale med kraftselskapet har en "rimelig forventning" om at kraftselskapet skal ivareta kundens interesser ved gjennomføring av handelen.

Denne kategorien av egenhandel (egenhandel som innebærer utførelse av kundeordre) kan illustreres med flere eksempler:

- En kunde henvender seg til et kraftselskap for å få gjennomført en kraftderivathandel. Kunden henvender seg til kraftselskapet med en forventning om at kraftselskapet vil utføre transaksjonen på best mulig måte for kunden, uten å spesifisere hvordan transaksjonen skal gjennomføres. Kraftselskapet kan velge å gjennomføre denne transaksjonen ved å tre inn som motpart i derivatavtalen, dvs gjøre transaksjonen som en spekulativ posisjon mot egen balanse. Dette er et eksempel på "internalisering", og er en form for egenhandel som også innebærer gjennomføring av kundeordre. Dersom slik virksomhet drives på systematisk måte, vil virksomheten etter omstendighetene kunne utløse registreringsplikt som "systematisk internaliserer". Det går vi ikke inn på i denne sammenheng.
- En kunde henvender seg til et kraftselskap for å få gjennomført en kraftderivathandel. Kunden henvender seg til kraftselskapet med en forventning om at kraftselskapet vil utføre transaksjonen på best mulig måte for kunden. Kraftselskapet gjennomfører denne transaksjonen ved å tre inn som motpart i denne derivatavtalen. Så langt er utgangspunktet det samme som i kulepunktet over. Kraftselskapet gjennomfører imidlertid en helt identisk og motgående transaksjon med en annen kunde. Dette er formelt sett en form for egenhandel overfor begge kunder, men her er det klarlagt i fortalet til MiFID II (fortalen punkt 24) at slike handler (hvor foretaket matcher ulike kundeordre på "matched principal" basis) skal anses som ordreutførelse som også innebærer en form for egenhandel.

Egenhandel som også innebærer "utførelse av kundeordre", omfatter således situasjoner hvor et kraftselskap inngår en varederivatavtale med sine kunder, og hvor avtalen inngås mot foretakets egen balanse (internalisering) eller hvor kraftselskapet inngår en identisk og helt motgående transaksjon med en annen kunde.

Et neste spørsmål er *hvilke konsekvenser* det vil ha dersom det foreligger egenhandel som også innebærer utførelse av kundeordre som nevnt i eksemplene ovenfor.

Løsningen er ikke opplagt. På den ene side kan det anføres at slike transaksjoner som dette faller inn under fortalen til MiFID II punkt 25, hvor det heter at handel mellom to ikke-finansielle aktører (typisk et kraftselskap og deres kunde) ikke skal anses som "egenhandel ved utførelse av kundeordre". Mer presist heter det:

"...execution of orders in financial instruments as an ancillary activity between two persons whose main business, on a group basis, is neither the provision of investment services nor banking activities should not be considered as dealing on own account when executing client orders".
[understreket her]

ESMA synes å ha lagt til grunn en tilsvarende forståelse. I ESMA's "Final Report" om utfyllende regler til MiFID II av 28. september 2015, uttales blant annet følgende:

Taking into account Recitals 24 and 25, ESMA is of the view that the execution of orders in financial instruments between two non-financials directly and without any further intermediation by third parties as ancillary activity, is not covered by the term "dealing on own account when executing client orders". Therefore, this would not prevent the persons concerned from using the exemptions under paragraphs (d) and (j) of Article 2(1) MiFID II.

En tilsvarende forståelse følger av Verdipapirlovutvalget i NOU 2017:1 side 127, hvor det blant annet uttales:

Videre fremkommer det av fortalen punkt 25 at utførelse av ordre som gjelder finansielle instrumenter som en tilleggstjeneste mellom personer som ikke har investeringstjenestevirksomhet eller bankvirksomhet som sin hovedvirksomhet, ikke er å anse som handel for egen regning ved utførelse av kundeordre. Utvalget forstår dette slik at dette dreier seg om ordinær bilateral handel direkte mellom to parter, og at slik egenhandel ikke anses å innebære utførelse av kundeordre. [understreket her]

Reelle hensyn støtter en slik tolking. Det kan anføres at egenhandel som også innebærer utførelse av kundeordre bør kunne kvalifisere for unntak, når begge tjenester utført hver for seg vil kvalifisere for unntak (etter henholdsvis unntak 1 og 2).

På den annen side kan det anføres at ovennevnte sitater fra MiFID II fortalen punkt 25, ESMA og Verdipapirlovutvalget alle henviser til situasjoner hvor det foreligger "ren" egenhandel, dvs situasjoner hvor kunden til kraftselskapet ikke har en rimelig forventning om at kundens interesser skal ivaretas. I såfall vil opplagt unntak 1 være tilgjengelig. Det kan også anføres at det oppstår en særskilt interessekonflikt ved egenhandel i kombinasjon med ordreutførelse, som tilsier at slike investeringstjenester/investeringsaktiviteter utført i kombinasjon, ikke bør nyte godt av unntak fra konsesjonsplikten i MiFID II.

Løsningen er som nevnt ikke opplagt, men en forsiktig tilnærming tilsier etter vår vurdering at man legger til grunn at egenhandel som innebærer utførelse av kundeordre, verken vil kvalifisere for unntak 1 eller unntak 2. Slik virksomhet vil således utløse konsesjonsplikt etter MiFID II, uavhengig av om tilknyttet virksomhet-testen er oppfylt eller ikke.

For å oppsummere:

- Dersom kraftselskapet er en alminnelig tradingmotpart til sine kunder, er unntak 1 tilgjengelig.
- Dersom kraftselskapet tilbyr andre investeringstjenester (herunder gjennomføring av en kundeordre på NASDAQ OMX), så er unntak 2 tilgjengelig. Dette gjelder uavhengig av om kraftselskapet har en implisitt motpartsrisiko mot kunden ved gjennomføring av transaksjonen.
- Dersom kraftselskapet er kundens motpart i transaksjonen og (i) kunden har en rimelig forventning om at kraftselskapet skal ivareta kundens interesser, og (ii) hvor transaksjonen gjennomføres mot kraftselskapets egen balanse (med eller uten hedging), er verken unntak 1 eller unntak 2 tilgjengelig. Slik virksomhet vil således kunne utløse konsesjonsplikt etter MiFID II.

Kraftselskaper bør i lys av ovennevnte nøye analysere hvilke investeringstjenester de yter til sine kunder.

2.5 Nærmere om "tilknyttet virksomhet"

2.5.1 Oversikt

Dersom foretakets virksomhet i tilknytning til finansielle instrumenter faller inn under unntak 1 eller unntak 2, vil virksomheten være unntatt konsesjonsplikt dersom den er "tilknyttet virksomhet" til hovedvirksomheten vurdert på konsernbasis.

Kommisjonsforordning 2017/592 av 1. desember 2016 ("**RTS 20**") angir nærmere kriterier for å vurdere om virksomheten er en tilleggstjeneste til konsernets hovedvirksomhet (*ancillary activity*). Etter RTS 20 kreves det at tilleggstjenesten (i) ikke overstiger nærmere terskler for handelsvolum for det aktuelle produktet ("**Markedsandelstesten**"), og at (ii) handelsvirksomheten utgjør en mindre del av konsernets aktiviteter ("**Virksomhetsandelstesten**"). Begge disse testene må oppfylles for at unntak skal være aktuelt.

I grupper/konsern må hver enkelt juridiske person i konsernet som driver virksomhet som faller inn under unntak 1 eller unntak 2, oppfylle "tilknyttet virksomhet"-testen hver for seg.¹¹

2.5.2 Markedsandelstesten

Markedsandelstesten skal forhindre at vesentlige markedsaktører unntas konsesjonsplikt. Testen måler total handel (det summerte produktet av handelsvolum i finansielle kraftderivater, utslippstillatelser og derivater hvor utslippstillatelser er underliggende, multiplisert med kontraktsprisen for samtlige kontrakter) i forhold til det totale markedet (brutto nominell verdi av alle kontrakter beregnet som et gjennomsnitt for siste tre år) for denne produkttypen. Sikringshandler som målbart reduserer risiko som er direkte knyttet til konsernets hovedvirksomhet eller finansiering, konserninterne derivatkontrakter (som definert i EMIR artikkel 3(2)), derivatkontrakter som inngås for å oppfylle forpliktelser som markedet maker overfor markeds plass mv, og derivatkontrakter inngått av MiFID-foretak, banker eller kredittinstitusjoner i konsernet, skal holdes utenfor denne beregningen.

¹¹ Etter det opplyste pågår en diskusjon i ESMA om slike beregninger skal skje på nivået til den enkelte juridiske person i en gruppe (som ordlyden tilsier) eller på gruppenivå.

Dersom foretakets prosentandel av det totale markedet i EU overstiger en viss terskel vil ikke unntaket være tilgjengelig.

Det er ikke helt klart hvordan man skal beregne verdien av utestående kontrakter når tjenesten som er levert er andre investeringstjenester enn egenhandel. Beregningen av telleren synes å bygge på en forutsetning om at virksomheten knytter seg til unntak 1 (dvs egenhandel) og ikke unntak 2 (aktiv forvaltning, ordreutførelse eller investeringsrådgivning). Ordlyden i RTS 20 synes å bygge på en forutsetning om at det kun er finansielle kraftkontrakter hvor det aktuelle foretaket selv er part som skal inngå i beregningen, jf begrepet "*all contracts..to which that person is a party*" i RTS 20 artikkel 2 (2) første avsnitt.

I henhold til RTS 20 er terskelverdien for kraftderivater 6%.

En praktisk utfordring med denne beregningsmetoden, er at "nevneren" (dvs det totale markedet for det aktuelle derivatet) ikke er lett tilgjengelig for den enkelte aktør. ESMA har påtatt seg å orientere markedsaktører om hva som er det totale markedet for ulike varederivater. En foreløpig versjon av denne veiledningen ble gitt ut 6. juli 2017, hvor foretak gis praktisk veiledning for hvordan det totale markedet for ulike derivatklasser skal beregnes som et gjennomsnitt for henholdsvis 2015, 2016 og 2017 (som grunnlag for beregningen av eventuell konsesjonsplikt i 2018).¹²

I følge ESMA's veiledning kan aktører i varederivatmarkedet legge følgende tall til grunn for beregning av nevneren i markedsandelstesten i 2018 (gjengir kun tall for kraftderivater):

- Estimat for OTC handel i 2015: MEUR 267 384
- Estimat for annet halvår 2016: MEUR 179 860 (børs) og MEUR 259 695 (OTC), totalt MEUR 439 555

Veiledningen er ikke fullstendig, siden den (i) for 2015 kun dekker handel foretatt på handelsplasser (og ikke OTC), (ii) den viser kun data for første halvår i 2016 og (iii) den inneholder ingen data for 2017.

De data som foreligger gir imidlertid foretakene en mulighet til å gjøre visse foreløpige beregninger. Mer konkret kan man for 2015 legge til en forholdsmessig andel OTC-handel (basert på forholdet mellom OTC-handel og børsandel i 2016), for 2016 kan man doble halvårstallene ESMA har beregnet for 2016, og for 2017 kan man gjøre en framskriving basert på tallene for 2015 og 2016. Man vil deretter ha et rimelig grunnlag for å beregne et gjennomsnitt for de siste tre år som danner grunnlag for å foreta markedsandelstesten for 2018.

¹² https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-165_opinion_on_market_size_calculation.pdf

Fremgangsmåten kan fremstilles slik:

MARKEDSANDELSTESTEN (BOKS 1)
<p>Brutto nominell verdi av finansielle varederivatkontrakter foretaket har inngått i EU i den aktuelle derivatklassen (her: kraftderivatkontrakter)</p> <p><i>minus</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • konserninterne varederivatkontrakter (som definert i EMIR artikkel 3(2)) • objektivt risikoreducerende varederivatkontrakter (som definert i RTS 20 artikkel 5) • varederivatkontrakter som inngår for å oppfylle forpliktelser overfor markeds plass mv¹³ • varederivatkontrakter inngått av MiFID-foretak eller kredittinstitusjoner i konsernet <p>alle tall beregnes med utgangspunkt i daglige gjennomsnittstall i de tre foregående kalenderår (samlet Telleren)</p>
<i>dividert med</i>
<p>Brutto nominell verdi av alle finansielle varederivatkontrakter i den aktuelle aktivaklassen (her: kraftderivatkontrakter) som handles i EU beregnet som et gjennomsnitt over siste tre år iht ESMA's orientering av 6. juli 2017¹⁴</p> <p>(Nevneren)</p>
<i>skal utgjøre mindre enn 6 %</i>

2.5.3 Virksomhetsandelstesten

I henhold til virksomhetsandelstesten må foretaket oppfylle ett av to alternative kriterier (det holder altså å bare oppfylle én av metodene som drøftes nedenfor): (i) foretakets handel i varederivater er mindre enn en nærmere angitt prosentsats av konsernets totale handelsvolum (*volummetoden*), eller (ii) anvendt kapital til foretakets handel utgjør mindre enn 10 % av konsernets anvendte kapital (*kapitalmetoden*).

Volummetoden: Etter volummetoden beregnes foretakets forholdsmessige andel av konsernets totale handelsvirksomhet knyttet til varederivater, utslippstillatelser og derivater knyttet til utslippstillatelser. I henhold til RTS 20s fortale vil konsernets totale handelsvirksomhet gi et representativt bilde av størrelsen på konsernets hovedvirksomhet, som følge av at en seriøs aktør vil søke å begrense risiko knyttet til hovedvirksomheten ved å inngå sikringshandler. Det enkelte konsernselskapets forholdsmessige andel av denne handelsvirksomheten anses derfor som en hensiktsmessig indikator.

¹³ Se ESMA Q&A for Commodity Derivatives spørsmål 8 om "Ancillary Activity": https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-28_cdtf_qas.pdf

¹⁴ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-165_opinion_on_market_size_calculation.pdf

Vurderingen etter volummetoden er således om foretakets virksomhet i tilknytning til finansielle kraftderivater mv utgjør mindre enn 10 % av konsernets totale handelsvirksomhet i finansielle kraftderivater mv.

Handelsvolumet for begge variabler skal beregnes ved å aggregere brutto nominell verdi av alle varederivatkontrakter inngått av henholdsvis det enkelte selskapet (telleren) og konsernet (nevneren). Sikringshandler som målbart reduserer risiko som er direkte knyttet til konsernets virksomhet eller finansiering, konserninterne derivatkontrakter (som definert i EMIR artikkel 3(2)), derivatkontrakter som inngås for å oppfylle forpliktelser som market maker overfor markedsplass mv, og derivatkontrakter inngått av MiFID-foretak, banker eller kredittinstitusjoner i konsernet, skal holdes utenfor beregningen av telleren. Sikringshandler som det enkelte foretak utfører for andre konsernselskaper, skal også holdes utenfor telleren, selv om foretaket ikke selv er eksponert for risikoen som reduseres. Disse handelstypene skal like fullt regnes med i brøkens nevner.

VOLUMMETODEN - UTEN BACK-STOP (BOKS 2)
Brutto nominell verdi av alle finansielle varederivatkontrakter (alle klasser) foretaket har inngått i EU <i>minus</i> <ul style="list-style-type: none"> konserninterne varederivatkontrakter (som definert i EMIR artikkel 3(2)) objektivt risikoreduserende varederivatkontrakter som definert i RTS 20 artikkel 5 varederivatkontrakter som inngår for å oppfylle forpliktelser overfor markedsplass mv¹⁵ varederivatkontrakter inngått med MiFID-foretak i konsernet <p style="text-align: center;">alle tall beregnes med utgangspunkt i daglige gjennomsnittstall i de tre foregående kalenderår (samlet Telleren)</p>
<i>dividert med</i>
Brutto nominell verdi av alle finansielle varederivatkontrakter (alle klasser) som foretaket eller konsernforetak er part i (Nevneren)
<i>skal utgjøre mindre enn 10 % (UNNTAK VED BACK-STOP)</i>

I utgangspunktet skal derivathandelens forholdsmessige andel av konsernets totale handelsvirksomhet være mindre enn 10 % for å oppfylle testen. Det er imidlertid gjort unntak fra dette utgangspunktet, ettersom både volummetoden og kapitalmetoden i liten grad vil være hensiktsmessige mål for forholdet mellom hoved- og tilleggsvirksomhet i mindre konsern. Dette kalles gjerne "backstop-unntaket", og det omfatter to situasjoner:

- (i) For det første, dersom selskapets spekulative derivathandel utgjør mer enn 10 %, men mindre enn 50 %, av konsernets handelsvirksomhet, er virksomhetsandelstesten likevel

¹⁵ Se ESMA Q&A for Commodity Derivatives spørsmål 8 om "Ancillary Activity": https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-28_cdtf_qas.pdf

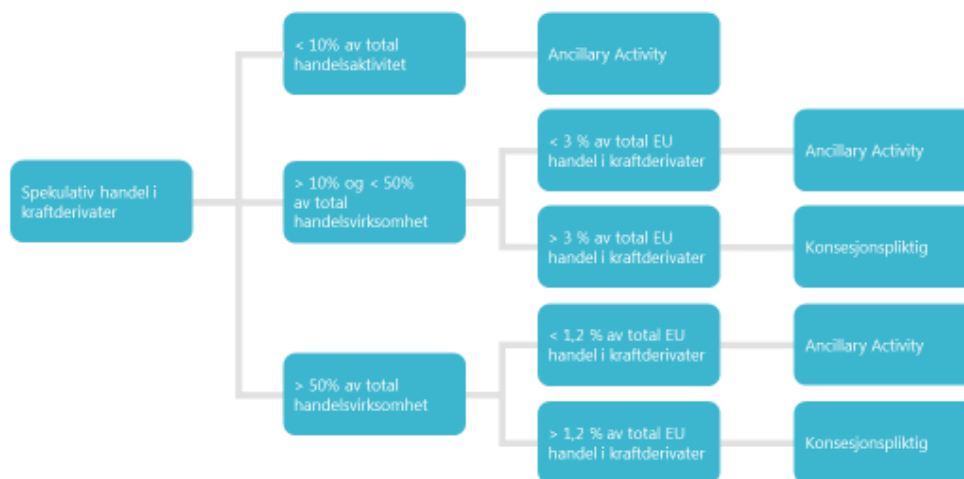
oppfylt dersom slik derivathandel utgjør mindre enn 3 % av handelsvolumet i det totale europeiske markedet for kraftderivater (beregnet iht ESMA's veiledning av 6. juli 2017).

- (ii) For det andre, dersom selskapets spekulative derivathandel utgjør 50 % eller mer av konsernets totale handelsvirksomhet, er virksomhetsandelstesten likevel oppfylt dersom slik derivathandel utgjør mindre enn 1,2 % av handelsvolumet i det totale europeiske markedet for kraftderivater (beregnet iht ESMA's veiledning av 6. juli 2017).

Dette innebærer i praksis at et ethvert foretak med handel som utgjør mindre enn 1,2 % av handelsvolumet i det totale europeiske markedet for kraftderivater (beregnet iht ESMA's veiledning av 6. juli 2017), alltid vil oppfylle både markedsandelstesten og volummetoden (og dermed virksomhetsandelstesten). Det kan derfor være fornuftig å begynne med denne testen, før man vurderer om øvrige vilkår i "tilknyttet virksomhet"-testen er oppfylt.

Sammenhengen mellom markedsandelstesten og volummetoden i virksomhetsandelstesten kan illustreres slik:

Sammenheng markedsandelstesten og volummetoden



ENERG NORGE ADVOKATFIRMA THOMMESSEN AS 17

Kapitalmetoden: Etter kapitalmetoden vurderes den forholdsmessige andelen av konsernets kapital som er anvendt til handelsvirksomheten. I henhold til fortalen til RTS 20 skal kapitalmetoden forhindre uheldige utslag av volummetoden ved å sørge for at selskaper som har investert betydelige verdier i produksjon, infrastruktur o.l. likevel oppfylder virksomhetsandelstesten. Konsernets balanseieendeler vil utgjøre brøkens nevner, mens telleren er kapitalbehovet knyttet til konsernselskapets varederivathandel.

Det understrekes at det bare er nødvendig å vurdere kapitalmetoden, dersom foretaket ikke oppfylder volummetoden.

Foretak vil oppfylle virksomhetsandelstesten etter kapitalmetoden dersom anvendt kapital knyttet til handelsvirksomheten er mindre enn 10 % av anvendt kapital benyttet i hovedvirksomheten.

Anvendt kapital til handelsvirksomheten, brøkens teller, beregnes ved å summere (a) 15 % av verdien for hver nettoposisjon (long eller short) i varederivater, multiplisert med prisen for

varederivatet, og (b) 3 % av hver bruttoposisjon, multiplisert med prisen for varederivatet. Sikringshandler som målbart reduserer risiko som er direkte knyttet til konsernets virksomhet eller finansiering, konserninterne derivatkontrakter (som definert i EMIR artikkel 3(2)), og derivatkontrakter som inngår for å oppfylle forpliktelser som markedet maker overfor markedsplass mv skal holdes utenfor denne beregningen. Disse handelstypene skal like fullt regnes med i brøkens nevner.

Ved beregningen av nettoposisjonen i henhold til (a) skal long- og shortposisjoner i alle kontrakter som har samme underliggende varetype, motregnes. Dette innebærer at forskjellige kontraktstyper som har samme underliggende varetype kan "nettes".

Bruttoposisjon etter (b) beregnes ved å utregne summen av absolutt verdi av nettoposisjon per kontraktstype med samme varetype som underliggende. Nettoposisjoner i forskjellige kontraktstyper med samme underliggende kan ikke nettes.

Anvendt kapital på konsernnivå, brøkens nevner, er summen av totale balanseeiendeler minus kortsiktig gjeld, slik disse størrelsene følger av konsernets konsoliderte regnskaper ved utgangen av den aktuelle kalkuleringsperioden.

KAPITALMETODEN (BOKS 3)
<p>15 % av hver nettoposisjon (long eller short) multiplisert med prisen på derivatkontrakten (nettoposisjon beregnes ved å nette alle varederivatkontrakter med samme underliggende – typisk alle finansielle kraftkontrakter)</p> <p><i>pluss</i></p> <p>3 % av hver bruttoposisjon multiplisert med prisen på derivatkontrakten (bruttoposisjonen beregnes ved å legge verdien av alle varederivatkontrakter med samme underliggende – men ingen netting mellom ulike kontraktstyper)</p> <p><i>minus</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • konserninterne varederivatkontrakter (som definert i EMIR artikkel 3(2)) • objektivt risikoreduserende varederivatkontrakter • varederivatkontrakter som inngår for å oppfylle forpliktelser overfor markedsplass mv <p>samlet "Telleren"</p>
delt på
<p>Summen av konsernets samlede eiendeler</p> <p><i>minus</i></p> <p>kortsiktig gjeld (løpetid kortere enn 12 måneder)</p> <p>(samlet "Nevneren")</p>
er lik
10 % eller lavere

2.5.4 Nærmere om beregningsmetode

Etter RTS 20 skal handelsvolum og anvendt kapital, under henholdsvis markedsandelstesten og virksomhetsandelstesten, beregnes på grunnlag av simpelt gjennomsnitt av daglig handelsvirksomhet og estimert anvendt kapital for daglig handelsvirksomhet, i tre kalenderår frem til beregningstidspunktet. Beregningene skal gjennomføres årlig, i første kalenderkvartal etter året som beregnes.

Beregningene av handelsvirksomhet og anvendt kapital som utføres i for eksempel 2019 skal således gjøres på bakgrunn av tall fra 2016, 2017 og 2018.

Imidlertid skal beregningen kun utføres på bakgrunn av det foregående kalenderåret dersom:

- (i) Daglig handelsvirksomhet eller estimert anvendt kapital til handelsvirksomhet synker med mer enn 10 % når en sammenligner det første kalenderåret med det siste; og
- (ii) daglig handelsvirksomhet eller estimert anvendt kapital til handelsvirksomhet i det siste kalenderåret er lavere enn i de to foregående.

