

Bilagor

1. Uppdrag att analysera den finansiella elmarknaden
2. Finansinspektionens Rapport 2005:6, DNR 05-2584-601
3. Kredittilsynets tillsyn med kraftderivatmarkedet
4. Beskrivning av Nord Pool
5. Översikt av den vetenskapliga litteraturen
6. Den finansiella elmarknaden G. Grönberg Advokatsbyrå
7. Regelverk och effektivitet på Nord Pools derivatmarknad -
Sammanfattning av ECON:s rapport
8. Lista över mottagare av enkäter
9. Intervjuparter
10. Enkäter
 - Enkät till elintensiva industrier
 - Enkät till elhandlare
 - Enkät till finansiella aktörer
 - Enkät till mäklare

2005-10-06

M2005/5152/E

Miljö- och
samhällsbyggnadsdepartementetStatens energimyndighet
Box 310
631 04 ESKILSTUNA

Uppdrag att analysera den finansiella elmarknaden

Regeringens beslut

Regeringen uppdrar åt Statens energimyndighet (STEM) att i samråd med Finansinspektionen (FI) och Affärsverket svenska kraftnät (SvK) analysera den finansiella elmarknaden. Uppdraget innebär en fördjupning av den analys av denna marknad som FI gjorde våren 2005. Uppdraget skall redovisas efter samråd med Konkurrensverket. STEM skall även inhämta synpunkter från näringslivet samt övriga berörda myndigheter och organisationer. STEM skall med utgångspunkt i analysen överväga behovet av och föreslå eventuella åtgärder för att förbättra den finansiella elmarknadens effektivitet. STEM skall i detta sammanhang även överväga behov av ökat samarbete mellan de olika myndigheterna i Norden.

Uppdraget skall redovisas senast den 1 mars 2006.

Bakgrund

Elmarknadsreformen

Den 1 januari 1996 trädde ett nytt regelverk för elmarknaden i kraft (prop. 1994/95:222, bet. 1995/96:NU1, rskr. 1995/96:2). De nya reglerna innebar att konkurrens infördes i elhandel och elproduktion. Syftet var bl.a. att införa valfrihet för elanvändarna och skapa förutsättningar för en ökad pris- och kostnadspress inom elförsörjningen. Regleringar som hindrade handel med el avskaffades medan nätverksamhet, som är ett naturligt monopol, även fortsättningsvis regleras och övervakas. Detta innebar att elpriset skulle sättas i konkurrens men inte nättariffen.

Marknadsstruktur

Elmarknadsreformen innebar stora strukturförändringar på elmarknaden. Nätverksamhet får inte längre bedrivas i samma juridiska person som handel med eller produktion av el. Produktion av och handel med el får dock bedrivas i samma juridiska person. För nätverksamhet gäller att annan

verksamhet får bedrivas i samma juridiska person, men nätverksamheten måste redovisas skild från annan verksamhet.

Handeln med el över Sveriges gränser har ökat i betydelse och vi har idag en till stora delar integrerad nordisk elmarknad. Koncentrationen av ägande i elproduktionen i Sverige har ökat sedan elmarknadsreformen 1996 och elproduktionen är i hög grad koncentrerad. De tre största producenterna, Vattenfall, Sydkraft och Fortum, stod 2003 för cirka 87 procent av elproduktionen i Sverige. I ett nordiskt perspektiv utgjorde de tre största svenska producenternas marknadsandelar 35 procent av den samlade nordiska produktionen. Hur dominerande de tre största svenska elproducenterna bedöms vara beror således på vilken geografisk marknad som betraktas som den relevanta, Sverige eller Norden.

Inom elhandeln är koncentrationen av ägandet inte lika stor. Trenden har de senaste två åren varit att koncentrationen minskar. De tre stora bolagen hade 2003 en gemensam marknadsandel på drygt 55 procent. De dominerar således även elhandelsverksamheten. Marknadsandelen har dock minskat från en marknadsandel på 70 procent 2000.

Nord Pools roll

Nord Pool är en gemensam handelsplats för el i Norge, Finland, Danmark och Sverige. Under 2004 omsattes omkring 42 procent av all el som förbrukades i Norden via elbörsen och resterande del såldes genom bilaterala avtal. Aktörerna på råkraftsmarknaden kan vid köp och försäljning av el välja mellan handel på elbörsen och bilaterala avtal. Priset på Nord Pool Spot är dock referenspris i flertalet avtal.

SvK blev delägare i elbörsen 1996. I dag ägs Nord Pool ASA till 50 procent av SvK och 50 procent av norska Statnett, vilka är systemoperatörer i Sverige respektive Norge. Nord Pool ASA består, förutom av den finansiella handeln, av de helägda dotterbolagen Nord Pool Clearing och Nord Pool Consulting. Nord Pool Spot AS ägs av Nord Pool ASA, SvK, Statnett, finska Fingrid och danska Energinet.dk med vardera 20 procent. Nord Pool ASA har tillstånd att agera som fullvärdig börs enligt norska börsregler. Nord Pool Spot AS har tillstånd (koncession) från Norges Vassdrags- och energidirektorat.

Antalet aktörer på Nord Pools marknader uppgick vid årsskiftet 2004/05 till 397 stycken, en ökning med 13 procent från föregående årsskifte. Aktörerna kommer huvudsakligen från Norden, men de senaste åren har andelen utomnordiska aktörer ökat.

Nord Pool tillhandahåller en spotmarknad för fysisk handel med el, en derivatmarknad samt en clearingfunktion. Nord Pool Spot AS är en marknadsplats för handel med el för fysisk leverans under det kommande dygnet. På spotmarknaden fastställs det så kallade systempriset (jämviktspris för utbud och efterfrågan) genom auktion. Systempriset fungerar som referenspris för den övriga elmarknaden. Deltagarna lämnar bud om hur stor mängd kraft de önskar sälja respektive köpa vid olika prisnivåer under varje timme nästföljande dygn. Senast klockan 12.00 dagen

innan måste alla bud vara lämnade och systempriset beräknas baserat på de lämnade buden. Det finns flera typer av bud, däribland bud som kan sträcka sig över flera timmar. Nord Pool sammanställer alla bud vilket utmynnar i den utbuds- och efterfrågekurva som formar systempriset och områdespriserna, vilka den faktiska handelsvolymen och den ekonomiska avräkningen baseras på.

Nord Pool Financial Market ASA är en börs där aktörerna kan handla i standardiserade finansiella kontrakt (optioner och terminer) med en löptid på upp till fyra år. Priset på kontrakten bestäms av förväntad prisutveckling på spotmarknaden. Det finns två skäl att agera på Nord Pools finansiella marknad – riskhantering och spekulation. Genom terminshandeln kan priset på framtida elleveranser säkras, vilket minskar aktörernas riskexponering, s.k. hedging. Derivatmarknaden påverkar på så sätt det elpris som slutkunderna, både hushåll och företag, betalar. Kontrakten handlas ännu så länge i norska kronor, men kontrakt avseende 2006 och framåt handlas i euro. Nord Pool Clearing ASA är motpart i alla finansiella kontrakt som omsätts på börsen samt sådana bilaterala finansiella kontrakt som parterna önskar cleara via börsen.

År 2004 ökade handeln på den finansiella marknaden åter efter att ha minskat mellan 2002 och 2003. Handeln på den finansiella marknaden uppgick till 590 TWh under året, vilket är en ökning med 8 procent jämfört med 2003. Handelsvolymen på Nord Pools fysiska spotmarknad ökade markant mellan 2003 och 2004. Under 2004 omsattes 167 TWh el på den fysiska marknaden, vilket är en ökning med 48 TWh, eller 41 procent, jämfört med 2003.

Tillsyn av den finansiella elmarknaden

Elderivat, elcertifikat och utsläppsrätter anses i Sverige utgöra finansiella instrument. Den som i Sverige yrkesmässigt tillhandahåller olika tjänster avseende sådana instrument skall enligt lag ha tillstånd från FI och står därmed under inspektionens tillsyn.

Den finansiella elmarknaden är öppen för alla som har tillstånd från FI. Det finns inga formella hinder för vilket värdepappersbolag som helst att agera på denna marknad. Marknaden domineras dock av aktörer med nära koppling till företag som producerar eller handlar med el och som endast eller i huvudsak handlar med elrelaterade instrument. Den finansiella elmarknaden är i allt väsentligt en marknad för professionella aktörer. Fokus för tillsynen på den finansiella elmarknaden ligger därför på frågor som rör marknadsinformation, marknadsorganisation och hantering av intressekonflikter.

Finansinspektionens rapport

I maj 2005 presenterade FI en rapport om den finansiella elmarknaden (2005:6). Syftet med inspektionens granskning var dels att analysera den finansiella marknaden och få utökad kunskap om dess delar, dels utröna om den uppfyller de krav FI, i egenskap av tillsynsmyndighet, ställer på en väl fungerande finansiell marknad.

God tillgång till relevant information för alla marknadsdeltagare, liksom en genomtänkt och väl fungerande hantering av de intressekonflikter som kan uppstå i handeln är viktigt för att finansiella marknader skall fungera väl. Om inte alla aktörer har tillgång till samma information samtidigt uppstår en obalans som påverkar såväl marknadseffektiviteten som förtroendet för marknaden som sådan. Den finansiella elmarknaden påverkas både på kort och på lång sikt av en rad externa och för branschen i huvudsak opåverkbara faktorer såsom väder, produktionsstörningar och myndighetsbeslut.

På grund av den finansiella elmarknadens struktur, där produktionsbolagen är betydelsefulla aktörer även på den finansiella marknaden och där produktionsanläggningar dessutom samägs av flera bolag, konstaterar FI även att identifiering och hantering av intressekonflikter är en mycket viktig del av elbolagens informationshantering. Det är viktigt att intressekonflikter identifieras och kommuniceras med marknaden så att inte förtroendeproblem uppstår.

FI konstaterar vidare att det finns skäl att tro att bristen på transparens i dagsläget är återhållande för nya typer av aktörer som skulle kunna ha ett intresse av att delta i den finansiella handeln.

FI anser att en djupare analys krävs av de frågor som aktualiseras. En del av detta är samarbetet med svenska myndigheter som Konkurrentverket och Statens energimyndighet liksom med branschorgan, i syfte att förbättra informationshanteringen i den finansiella elmarknaden. Det anses därför väl motiverat att fortsätta följa och analysera utvecklingen och diskutera åtgärder för att förbättra marknadens effektivitet.

Mot bakgrund av vad som framkommit i rapporten om den finansiella elmarknaden bör STEM ges i uppdrag att, i samråd med bl.a. FI, närmare analysera dessa frågor samt överväga behovet av och föreslå åtgärder för att förbättra marknadens effektivitet.

Uppdraget

Regeringen uppdrar åt STEM att i samråd med FI och SvK analysera den finansiella elmarknaden, både vad avser den svenska marknaden och den nordiska marknaden. Analysen bör beakta att den finansiella elmarknaden på Nord Pool regleras av norsk lagstiftning och norska börsregler. Analysen bör omfatta handeln med elderivat, elcertifikat och utsläppsrätter. Uppdraget innebär en fördjupning och en konkretisering av den analys av denna marknad som FI gjorde våren 2005.

Uppdraget skall redovisas efter samråd med Konkurrentverket.

STEM skall

- med utgångspunkt i analysen överväga behovet av och föreslå eventuella åtgärder för att förbättra den finansiella marknadens effektivitet.

- även överväga behov av ökat samarbete mellan de olika myndigheterna i Norden med ansvar för frågor relevanta för den finansiella elmarknaden för att förbättra marknadens funktion.
- även inhämta synpunkter från näringslivet samt övriga berörda myndigheter och organisationer i Sverige och även i de övriga nordiska länderna.

Uppdraget skall redovisas senast den 1 mars 2006.

På regeringens vägnar

Mona Sahlin

Ulf Sävström

Kopia till

Affärsverket svenska kraftnät

Finansinspektionen

Konkurrensverket

Konsumentverket

Nord Pool

Energimarknadsinspektionen vid Statens energimyndighet

Den finansiella elmarknaden

SAMMANFATTNING	1
INLEDNING	4
VARFÖR HAR FI TILLSYN ÖVER ELBOLAGEN?	6
DEN FINANSIELLA ELMARKNADEN	8
Riskhantering och portföljförvaltning	8
Elderivat	10
Elcertifikat	11
Utsläppsrätter	11
FÖRTROENDE OCH EFFEKTIVITET	13
Selektiv information om produktionsbortfall	13
Externa beslut och åtgärder	14
INTRESSEKONFLIKTER	15
Egenhandel och kommissionshandel	15
Produktion och handel	15
Insiderinformation	16
RUNT HÖRNET	17
Gemensam nordisk marknad för elcertifikat	17
EG direktiv på området	18
El- och gasmarknadsutredningens förslag om samråd	19
Tillsynen i framtiden	19
BILAGA : KRAFT- OCH RÅVARUBOLAG	22

Sammanfattning

Slutsatser

FI:s undersökningar har visat att den finansiella elhandeln lämnar en del i övrigt att önska när det gäller information och hantering av intressekonflikter. Detta är viktigt att ta itu med för att få bättre fungerande marknad och med bredare deltagande. Samtidigt är den finansiella elmarknaden inte så betydelsefull ur ett tillsynsperpektiv att det motiverar att FI:s prioritering och insatser på det här området höjs på bekostnad av FI:s andra uppgifter.

Elderivat, elcertifikat och utsläppsrätter är alla relativt nya företeelser som trots olikheter sinsemellan har åtminstone två gemensamma nämnare: dels relaterar de till energi- och miljöområdet, dels är de i lagen definierade som finansiella instrument. Det senare innebär att de lagar och regelverk som reglerar annan finansiell handel också ska tillämpas på dessa marknader. Det innebär också att de företag som bedriver handel med elrelaterade finansiella instrument och med utsläppsrätter står under Finansinspektionens tillsyn.

God tillgång till relevant information och till alla marknadsdeltagare, liksom en genomtänkt och väl fungerande hantering av de intressekonflikter som kan uppstå i handeln är viktigt för att finansiella marknader ska fungera väl. FI kan konstatera tecken på brister i dessa avseenden. Fördjupad analys krävs och med sikte på åtgärder för att komma till rätta med de funktionsproblem som aktualiseras. En del i detta är samarbetet med svenska myndigheter som Konkurrensverket och Energimyndigheten liksom med branschorgan i syfte att förbättra informationshanteringen i den finansiella elmarknaden. Då kan ett ökat förtroende och en förbättrad marknadseffektivitet uppnås. FI ser också behov av kontakter med nordiska tillsynsmyndigheter, eftersom elmarknaden i växande grad är att se som en gemensam nordisk marknad. I huvudsak samma slutsatser gäller för marknaden för utsläppsrätter.

Med andra ord berör de tecknen på brister i informationsspridning och intressekonfliktshantering som kunnat noteras på dessa delar av den finansiella marknaden principiellt viktiga frågeställningar som väl känns igen från andra finansiella marknader. Det är alltså väl motiverat att fortsätta följa och analysera utvecklingen och att diskutera åtgärder för att förbättra marknadens effektivitet.

Å andra sidan kan också konstateras att dessa marknader långtifrån har samma betydelse som exempelvis aktiemarknaden, om man ser till finansmarknaden som helhet. Brister i den finansiella elmarknaden kan inte hota det finansiella systemets funktionsförmåga, och eftersom det är en marknad för professionella aktörer finns heller inget konsumentskyddsintresse att ta tillvara i denna handel. Det gör det varken rimligt eller realistiskt för FI att öka de relativt begränsade insatser som idag görs när det gäller den finansiella elmarknaden, i synnerhet i beaktande av de stora och växande krav som ställs på FI:s marknadstillsyn i övrigt, och där framför allt konsumentskyddsaspekterna är mycket tydliga.

Det är ett begränsat antal värdepappersbolag som dominerar handeln på den finansiella elmarknaden. Dessa s.k. elbolag är i sin tur nästan enbart inriktade på handel med elrelaterade finansiella instrument, inte på traditionell värdepappershandel, och inom ramen för en professionell marknad. I det kommande nya investeringstjänstedirektivet (MIFID) kommer sannolikt den typen av bolag att undantas från tillsyn, åtminstone inledningsvis. Möjligheten kommer dock att finnas att behålla tillsynen på nationell nivå. Här kommer ett ställningstagande framöver att bli nödvändigt, där nackdelarna med att avvika från EU-standarderna i så fall måste vägas mot värdet av en fortsatt tillsyn. Vår preliminära bedömning är att en svensk särlinje på det här området inte är motiverad.

Den finansiella elmarknaden

Med finansiell elmarknad avses handel med elcertifikat och derivat som har el som underliggande vara. Det finns också en (finansiell) marknad för s.k. utsläppsrätter avseende främst koldioxidutsläpp, som för övrigt tydligt påverkar den fysiska och den finansiella elmarknaden, eftersom vissa elproduktionsanläggningar genererar stora koldioxidutsläpp. Kostnaderna för utsläppsrätter påverkar därmed produktionskostnader och priser för el.

Elderivat används i första hand av företag verksamma med handel med el, främst för att säkra sig mot de ibland kraftiga prisrörelser som präglar elmarknaden. De elpriser som kontrakteras med kunderna säkras alltså via derivatmarknaden. Med andra ord finns en klar koppling mellan elderivatmarknaden och det pris hushåll och företag får betala för sin el.

FI har granskat den finansiella elmarknaden, med syftet att dels analysera den finansiella elmarknaden och få utökad kunskap om dess beståndsdelar, dels utröna huruvida den uppfyller de krav FI, i egenskap av tillsynsmyndighet, ställer på en väl fungerande finansiell marknad. FI har riktat in sig på de värdepappersbolag vars verksamhet helt eller till helt övervägande del riktar sig mot den finansiella elmarknaden, s.k. elbolag¹. Dessa är fjorton stycken. Även om elderivatmarknaden inte i sig aktualiserar vare sig några finansiella stabilitetsaspekter eller några konsumentskyddsintressen – vilket ju är den finansiella tillsynen huvuduppgifter – finns självklart ett brett samhällsintresse av en väl fungerande elderivatmarknad, eftersom den i slutänden påverkar det elpris som konsumenter och företag får betala. Samtidigt ska sägas att prisbildningen på elmarknaden generellt – enligt den bedömning som gjorts i El- och gasmarknadsutredningen – tycks fungera relativt väl². Detta indikerar att brister i elderivatmarknaden i varje fall hittills inte haft någon påtagligt negativ inverkan på prisbildning och prisnivå på elmarknaden. Men även om problemen i det perspektivet varken är stora eller akuta, hindrar det givetvis inte att brister bör åtgärdas.

Den enskilt viktigaste faktorn i en fungerande marknad är information. Om inte alla aktörer har tillgång till samma information samtidigt uppstår en obalans som påverkar såväl marknadseffektiviteten, vilket avspeglas i kon-

¹ Elbolagen utgör huvuddelen (14 av 15) av de bolag som benämns "Kraft- och råvarubolag". För en förteckning se bilaga.

² Utredningen (SOU 2004:129) pekar dock också på ett antal brister och på åtgärder som bör vidtas, bl. a. att främja en mer långtgående integration av de nordiska elmarknaderna genom bl. a. bättre överföringskapacitet, att underlätta leverantörsbyten för kunderna och att få tydligare åtskillnad mellan å ena sidan nätverksamhet, å andra sidan elproduktion och – handel.

kurrensförhållanden och prisbildning, och förtroendet för marknaden som sådan. Den finansiella elmarknaden påverkas både på kort och på lång sikt av en rad externa och för branschen i huvudsak opåverkbara faktorer som väder, produktionsstörningar i kraftverken, händelser hos avnämarna, av myndighetsbeslut och av politiska beslut. I och för sig påverkas givetvis alla marknader av olika externa faktorer, men elmarknaden är i betydligt högre grad än de flesta andra marknader och branscher direkt och påtagligt påverkad av inte minst de beslut myndigheter och politiker fattar.

På grund av den finansiella elmarknadens struktur, där produktionsbolagen är tunga aktörer även i den finansiella marknaden och där energianläggningar dessutom samägs av flera bolag, är identifiering och hantering av intressekonflikter en mycket viktig del av elbolagens informationshantering. Det är viktigt att intressekonflikter identifieras och kommuniceras med marknaden så att inte förtroendeproblem uppstår. Enbart misstanken om ett informationsövertag påverkar förtroendet för marknaden och därmed kan även likviditeten och marknadseffektiviteten påverkas.

Om en liten grupp av jämbördiga aktörer utgör en naturlig avgränsning av marknaden framstår dessa problem från samhällsynpunkt ändå som relativt begränsade. Men om och i den mån även andra aktörer, fristående från elproduktionsbolagen, deltar i marknaden – vilket i viss mån är fallet redan idag – blir problemet större. Om aktörskretsen blir större över tiden, vilket är sannolikt och allmänt sett också önskvärt, växer kraven ytterligare. Det finns skäl att tro att bristen på transparens i dagsläget är återhållande för aktörer som i princip har ett intresse av att delta.

FI:s tillsyn syftar till att skapa förutsättningar för en väl fungerande marknad och möjliggöra för alla aktörer att delta på samma villkor. Den finansiella elmarknaden är idag en nordisk marknad där marknadsplatsen, Nord Pool, är belägen i Norge. I denna gränsöverskridande verksamhet kan FI endast bedriva tillsyn över de delar som berör den svenska finansiella marknaden. En väl fungerande elmarknad kräver således ett fortsatt samarbete mellan branschorgan och myndigheter i och utom Sverige i syfte att öka kunskapen om marknaden och de faktorer som påverkar marknaden, liksom för att kunna agera på ett effektivt sätt.

Redaktör Hans Bäckström

Kontaktpersoner: Peter Billinger, Helena Ingemarsdotter Haukeland och avdelningschef Erik Saers.

Inledning

Mot bakgrund av att FI getts tillsynsansvar över den finansiella elmarknaden, har FI under 2004 haft som mål att granska den finansiella elmarknaden och utvärdera de värdepappersbolag som endast eller huvudsakligen handlar med el-relaterade finansiella instrument. Syftet med den riktade verksamheten har varit att kartlägga bolagen, men även att erhålla en bättre överblick över marknaden som helhet för att kunna fastställa hur tillsynen i framtiden bör utformas.

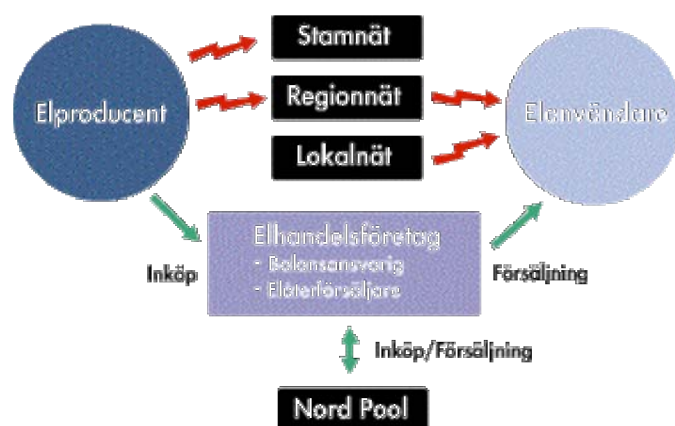
Verksamheten har utöver den löpande tillsynen bestått i att etablera kontakter med företrädare i branschen, genom seminarieverksamhet informera om FI:s verksamhet samt genomföra en undersökning om identifiering och hantering av intressekonflikter inom aktuella bolag. Den riktade tillsynsverksamheten har granskat verksamheter som har bäring på marknadseffektivitet och förtroende.

Fakta om elmarknaden

Den el som vi använder i Sverige produceras både här hemma och utomlands, framför allt inom övriga nordiska länder - den Nordiska elmarknaden blir gradvis en alltmer integrerad marknad. All el går in i ett gemensamt elnät och distribueras ut över hela landet.

Elmarknaden kan delas upp i:

- elanvändare/konsumenter
- elhandelsföretag
- elproducenter
- nätägare



Källa: Svenska Kraftnät

Elevändare, allt ifrån industrier till hushåll, är de som tar ut el från elnätet och konsumerar elen. Elevändaren måste ha avtal med en elleverantör för att kunna köpa el. (se ovan).

Elhandelsföretaget är den aktör som handlar med el och kan ha flera roller; dels som elåterförsäljare (elleverantör), dels som balansansvarig. Elåterförsäljaren är den som

har leveransavtalet med elanvändaren. Balansansvar innebär att företaget har ett ekonomiskt ansvar för att produktion och förbrukning av el alltid är i balans inom företagets åtagande. För att få balansansvar krävs att företaget har ett avtal om balansansvar med Svenska Kraftnät. Elhandelsföretaget kan antingen själv ha balansansvaret eller köpa tjänsten från ett annat företag. Elhandelsföretaget kan köpa el på Nord Pool - den nordiska elbörsen, eller direkt från en elproducent.

Produktionsanläggningarna ägs av **elproducenter**. I Sverige är ungefär hälften av elen som produceras vattenkraft och hälften kärnkraft. Tre producenter – Vattenfall, Sydkraft och Fortum – dominerar starkt, och svarar för nästan 90 procent av den svenska produktionen.

Nätägare ansvarar för att elenergin transporteras från produktionsanläggningarna till elanvändarna. Detta sker via stamnät, regionnät och lokalnät, vilka har olika spänningsnivåer och ägs av olika nätföretag. Stamnätet transporterar el från stora elproducenter till regionnäten. Regionnäten transporterar elen vidare till lokalnät och ibland till elanvändare med stor förbrukning, exempelvis industrier. Lokalnäten distribuerar elen till hushåll, affärer, industrier mm inom ett visst område. Samtliga nätägare rapporterar mätvärden som uppmätts för förbrukning och elproduktion till elhandelsföretagen samt i aggregerad form till Svenska Kraftnät.

Svenska Kraftnät är ägare av stamnätet och har rollen som systemansvarigt företag. Det innebär att man ser till att produktion/import motsvarar konsumtion/export i hela landet och att det svenska elsystemets anläggningar som ska transportera elen samverkar på ett driftsäkert sätt.

Det elpris konsumenten betalar utgörs dels av det "egentliga" elpriset, dvs. kostnaden för att producera elen, dels av distributionskostnader i näten, dels skatter och avgifter. Grovt taget utgörs konsumentens pris av 40 % produktionskostnad, 40 % skatt och 20 % distributionskostnader.

Att den finansiella elmarknaden i flera avseenden avviker från andra, mer etablerade och välbekanta finansiella delmarknader innebär inte att grundförutsättningarna för en finansiell marknad och de krav som måste ställas på marknaden och på dess aktörer i grunden blir annorlunda, även om särigheter i olika marknader självklart måste beaktas och hanteras. Samma grundläggande krav som ställs på exempelvis aktiemarknaden beträffande information, genomlysning och marknadseffektivitet gäller även för den finansiella elmarknaden. FI:s utgångspunkt är kraven på information, genomlysning och på hanteringen av de intressekonflikter som kan förekomma i allt väsentligt ska vara desamma på alla finansiella marknader.

Varför har FI tillsyn över elbolagen?

Sammanfattning

Marknaden för elderivat, elcertifikat och utsläppsrätter innebär handel med finansiella instrument och står därför under tillsyn av FI. Marknaden är dock inte av större betydelse för stabiliteten i det finansiella systemet. Inte heller konsumentskyddsperspektivet är av större betydelse, eftersom det i allt väsentligt är en marknad för professionella aktörer. Den finansiella tillsynens fokus ligger därför på frågor kring genomlysning av marknaden och hantering av intressekonflikter

Före avregleringen 1996 bestod den svenska elbranschen av grovt sett tre typer av verksamheter; nättjänster, elproduktion och elhandel. Efter avregleringen tillkom ytterligare verksamheter bl.a. den finansiella elhandeln. Det är inte ovanligt att alla dessa verksamheter återfinns inom en och samma koncern.

Elderivat och elcertifikat, liksom s.k. utsläppsrätter, är enligt lag definierade som finansiella instrument. Den som yrkesmässigt tillhandahåller olika tjänster avseende sådana instrument ska enligt lagen om värdepappersrörelse ha tillstånd från FI och står därmed under FI:s tillsyn.

Den finansiella elmarknaden är öppen för alla som har FI:s tillstånd enligt ovan. Marknaden domineras helt av aktörer/bolag med nära koppling till företag som producerar eller handlar med el och som endast eller huvudsakligen handlar med el-relaterade finansiella instrument. För närvarande finns det femton sådana bolag. Även om alla värdepappersbolag – ett hundratal – utan några formella hinder skulle kunna delta på marknaden, sker inte detta i praktiken. Dock finns uppgifter om att olika icke-tillsynsunderställda bolag tidvis och i viss utsträckning gör affärer på marknaden.

Den finansiella elmarknaden är en marknad där endast professionella aktörer agerar. Det finns idag inga privatpersoner/konsumenter som handlar terminer med el som underliggande vara motsvarande den derivathandel som sker med aktier som underliggande vara. Således finns för FI inga direkta konsumentskyddsaspekter att ta tillvara på den finansiella elmarknaden. Inte heller finns några reella risker när det gäller det finansiella systemets stabilitet. Det motiv som är relevant för finansiell tillsyn är därför marknadens effektivitet och genomlysning, det vill säga frågor som rör marknadsinformation, marknadsorganisation och hantering av intressekonflikter.

I huvudsak är alltså elmarknaden en marknad för professionella aktörer, där man som aktör bör vara ett välkapitaliserat företag för att ha möjlighet att agera. Dock finns det idag värdepappersbolag under Finansinspektionens tillsyn som erbjuder kapitalförvaltning åt institutioner och privatpersoner genom investeringar i finansiella elderivat noterade på Nord Pool. Det är okänt i vilken omfattning privatpersoner vänder sig till dessa aktörer. Viktigt att notera är att det inte finns några formella hinder för vilket VP-bolag som

helst att agera på denna marknad. Anledningarna till att man, i varje fall än så länge, gör det i så pass begränsad utsträckning är sannolikt flera, men tydligt är att man ofta upplever marknaden som bristfällig i sin genomlysning, varför ett deltagande uppfattas som riskfyllt.

Med andra ord är det inte något ödesbundet i att aktörskretsen är så pass snäv som den är idag, och principiellt är det självfallet önskvärt med ett bredare marknadsdeltagande. Fler deltagare på en marknad är normalt liktydigt med bättre genomlysning, likviditet och prisbildning, och därmed en högre effektivitet. Det finns ingen anledning att tro att elderivatmarknaden i dessa avseenden är annorlunda.

Det sker också förändringar på den finansiella elmarknaden och för marknaden för utsläppsrätter, bl.a. genom nya EG-direktiv som pekar mot en på sikt breddad marknad. Genom handelsdirektivet om utsläppsrätter ges det exempelvis möjligheter för enskilda personer och organisationer att delta i handeln³. På regeringens hemsida framgår vilka ekonomiska styrmedel som Sverige har inrättat, samt var man som konsument kan vända sig för information och handel med dessa miljöstyrmedel. Det finns även länkar till handelsplatser där dessa är upptagna för handel. Numera finns marknadsplatsen Miljöbörsen⁴ vilken vänder sig till personer och företag som vill investera i ”personliga utsläppsrätter”.

³ Mer om detta på www.stem.se och www.utslappshandel.se

⁴ www.miljoborsen.se

Den finansiella elmarknaden

Sammanfattning

Elderivat är i första hand ett verktyg för de företag som säljer el att prissäkra sina kontrakt och på så sätt minska sina risker. Aktörerna på eldrivatmarknaden är därför i huvudsak desamma som på elmarknaden. Derivathandeln kan också användas för spekulation i prisförändringar. Handeln med el sker dels bilateralt mellan bolagen, dels via den nordiska marknadsplatsen NordPool, som också utgör marknadsplats för elderivat, elcertifikat och utsläppsrätter.

Riskhantering och portföljförvaltning

Aktörer handlar på den finansiella marknaden för att hantera risk och för att spekulera. Företagen minskar sin riskexponering genom prissäkring, s.k. hedging i terminshandeln. Derivaten blir en del av kraftportföljen. Aktören har möjligheter att tjäna pengar vid relativa prisförändringar samtidigt som han tar en risk. Företag är utsatta för olika former av risk i sin dagliga verksamhet. Ett sätt för elbolagen att hantera sina risker i elmarknadssystemet är genom derivathandel.

Finansiell osäkerhet är viktig att hantera inom både finansiella och icke finansiella företag. Elmarknad och elpriser involverar betydande risk, bland annat därför att affärssuppgörelser i stor utsträckning måste baseras på bedömningar och antaganden om hur exempelvis värdet kommer att bli.

De risker som styr besluten i elbolagen är handelsrisker som elprisrisk, affärsrisk, effektrisk (dvs. risken för oväntade produktionsbortfall i systemet), likviditetsrisk, motpartsrisk, profilrisk och valutarisk, för att nämna några.

Profilrisken är speciell för denna verksamhet. Denna risk uppkommer då många slutkunder har en högre förbrukning el dagtid än under nätter och helger. För detta ändamål finns kontrakt benämnda dagkraftkontrakt och peakkontrakt som kan kombineras på olika sätt då de är konstruerade med olika löptider under ett dygn. Dessa används för att prissäkra en förmodad stor prisökning under de kritiska timmarna under dagens 24-timmarsperiod. Det finns även andra strukturerade produkter som t ex brukstidskontrakt.

Det är svårt att helt prissäkra alla risker i ett företag. Svensk Energi har gjort en uppskattning av vilka risktyper ett elhandelsbolag utsätts för samt kostnaden för att hantera dessa. Riskkostnaden i verksamheten beräknas uppgå till 0,8 – 6,3 öre/kWh⁵, en kostnad som avspeglas i företagets pris mot slutkund.

⁵ Svensk Energi 2001a, "Elmarknadens utveckling och struktur 2000".

Nord Pool – Nordens gemensamma elmarknadsplats

Den norska börsen Nord Pool i Oslo är nordens gemensamma marknadsplats för handel med el och finansiella instrument med el som underliggande råvara.⁶ Nord Pool har tillstånd som fullvärdig börs enligt norsk börslagstiftning. Handeln sker för nuvarande i norska kronor men fr.o.m. 2006 kommer kontrakten att prissättas i euro. Redan idag sker dock en del av handeln i Euro.

Handeln sker på två separata marknader. Handeln med el sker på spotmarknaden och handeln med finansiella instrument sker på den finansiella marknaden. Den finansiella marknaden kan användas både för att säkra sig mot prisförändringar och för spekulation i prisförändringar.

Aktörerna

Aktörerna på börsen är kraftproducenter, distributörer, industriföretag, mäklare och handlare. Idag har Nord Pool 366 medlemmar, varav ett 20-tal utanför de nordiska länderna. Börsmedlem på Nord Pool kan man bara bli om man är accepterad av Nord Pool Clearing som clearingmedlem. De aktörsavtal som finns på Nord Pool Clearing är clearingmedlem, clearingrepresentanter och clearingklient. Medlemmarna clearar sina egna affärer med Nord Pool. Representanter företräder clearingklienter samt hanterar den operativa handeln åt sina kunder och underlättar för mindre aktörer att använda sig av Nord Pools clearingtjänster.

Det är viktigt att betona att alla svenska företag med tillstånd att bedriva värdepappersrörelse har rätt att agera på den finansiella elmarknaden. För närvarande finns det ca 100 bolag som har sådana tillstånd. För närvarande finns inga VP-bolag utan anknäpning till elmarknaden som kontinuerligt eller i mer betydande utsträckning är aktiva på marknaden.

Handeln

På Nord Pools finansiella marknad kan aktörer handla i standardiserade finansiella kontrakt med en löptid upp till fyra år. Hur dessa instrument värderas bestäms av förväntad prisutveckling på spotmarknaden. De två typer av produkter som den finansiella marknaden tillhandahåller är terminer och optioner. Standardiserade finansiella kontrakt kan även handlas via mäklare och clearas då genom Nord Pools clearingverksamhet.

Vid sidan av handeln på Nord Pool omsätts kontrakt på OTC-marknaden. Denna marknad är mäklardriven och sker via telefon eller vid elektroniska marknadsplatser. Vid sidan om OTC-handeln finns även en bilateral marknad. Där omsätts kontrakten direkt mellan aktörer på marknaden, dvs. utanför värdepappersmarknaden.

Att handla utanför Nord Pool medför att transaktionskostnaderna blir lägre. Aktörerna tar emellertid en motpartsrisk, något som dock kan elimineras om affären clearas hos Nord Pool. Nord Pool tar då över den risken. Skälen till att genomföra handel utanför Nord Pool kan vara många, men Nord Pools avgift är sannolikt ett av skälen. Dessutom är det en fördel för aktörer som inte vill visa sina handelsvolym

För att förstå hur den finansiella marknaden fungerar måste man förstå hur den fysiska marknaden är uppbyggd. Kraftpriset sätts per timme på Nord Pools spotmarknad. Producenter och konsumenter lägger in sälj- och köpbud för kommande dygn och priset sätts där utbuds- och efterfrågekurvorna möter varandra. Därmed får man ett s.k. systempris vilket fungerar som referenspris för den övriga elmarknaden.

⁶ Nord Pool består av Nord Pool ASA och Nord Pool Financial Market ASA som är en avdelning inom Nord Pool AS, samt de helägda dotterbolagen Nord Pool Clearing ASA och Nord Pool Consulting AS. Nord Pool Spot AS ägs av Nord Pool ASA, Svenska Kraftnät, Statnett och Fingrid med vardera 20 procent samt Elkraft System AB och Eltra med vardera 10 procent.

Marknadsövervakning och handelsregler

Nord Pool har en särskild enhet för marknadsövervakning av såväl spotmarknaden för el som av den finansiella elhandeln. Verksamheten syftar till att granska efterlevnaden av handelsreglerna men även för att upptäcka otillbörlig kurspåverkan eller insider-handel.

Alla medlemmar är genom avtal skyldiga att lämna information om händelser eller åtgärder som har en betydande påverkan på de finansiella produkterna. Detta gäller även produktionsbolagen. Marknadsövervakningen är emellertid även beroende av information från källor utanför medlemskapet. Detta försöker Nord Pool lösa genom teckna separata avtal med dessa informationskällor. En typisk sådan källa torde vara Statens kärnkraftsinspektion.

Nord Pool har upprättat bindande regler för den finansiella elhandeln som ska följas av aktörerna på börserna. Dessa gäller vid börshandel medan regler om marknadsuppförande även gäller för handel utanför börserna.

Marknadsaktörerna ska genast meddela Nord Pool relevant information, enligt särskild specifikation i regler om informationsskyldighet. Det gäller bl.a. förändringar i planerad produktion, produktionsstörningar etc. Informationen ska lämnas via Internet om man inte kommit överens om annat. Nord Pool ska även aviseras per telefon.

Elderivat

Derivat som handlas på Nord Pools finansiella marknad är terminer och optioner. Värdet på terminskontrakten speglar marknadens förväntningar på framtida prisutveckling på spotmarknaden. Ett terminskontrakt innebär att parterna åtar sig att köpa/sälja en tillgång – i detta fall el - till ett bestämt pris vid en viss framtida tidpunkt. Terminskontrakt kan vara standardiserade s.k. "futures" eller OTC-kontrakt, "forwards". På Nordpool handlas futures med löptider på normalt ett par månader och forwards med löptid upp till fyra år. Nord Pool erbjuder även en särskild typ av forwardprodukt, Contracts for Differences (CfD: s). Till skillnad från terminskontrakten, som innebär att aktören säkrar sig mot prisrörelser i systempriset, innebär denna typ av kontrakt att aktören säkrar sig mot skillnader i områdespris, dvs. pris-skillnader som uppstår mellan olika områden i Norden till följd av begränsningar i överföringskapaciteten mellan olika områden. När överföringskapaciteten inte räcker till för att upprätthålla systempriset i hela området kommer olika marknadspriser att gälla inom olika prisområden.

Genom optioner kan aktörerna säkra sig mot både pris- och volymrisker. De optioner som handlas på Nord Pool är europeiska och kan lösas först på lösendagen. På Nord Pool är den underliggande varan ett forwardkontrakt. Avvecklingen av affärerna sker för samtliga instrument finansiellt, dvs. utan några fysiska leveranser av el.

Även om affärer med elderivat kan göras för att spekulera i prisförändringar är agerandet på elderivatmarknaden i första hand ett sätt för företag som handlar med el att säkra de priser man kontrakterat med sina kunder mot de ibland kraftiga fluktuationer som präglar elpriserna. Derivatmarknaden påverkar på så sätt det elpris som hushåll och företag betalar.

Elcertifikat

Handel med elcertifikat har i Sverige införts genom lagstiftning i maj 2003⁷. Elcertifikat är alltså ett relativt nytt finansiellt instrument vars syfte är att främja produktion av förnybara energikällor. Det handlar med andra ord inte om ett derivatinstrument utan om en teknik för att utifrån energi- och miljöpolitiska motiv subventionera vissa slag av energiproduktion. Att detta definierats som finansiell instrument bottenar i att det, förenklat uttryckt, handlar om en icke-fysisk tillgång/rättighet som kan prissättas, köpas och säljas på en marknad. Det övergripande politiska målet är att produktionen av förnybar el ska stiga med 10 TWh fram till år 2010. För leverantörerna och elanvändarna har det därför införts en skyldighet att inneha elcertifikat i förhållande till den egna försäljningen eller förbrukningen av el (kvotplikt).

Elcertifikatens beröringspunkt med eldrivatmarknaden – förutom att det berör samma bransch – är att också handeln med dessa tillgångar organiseras av Nord Pool sedan våren 2004 och har idag 18 medlemmar på denna marknad.

Prispåverkande faktorer avseende elcertifikathandeln är politiska beslut om tilldelning och annullering, kvotpliktens utveckling, efterfrågan, hydrologiska faktorer såsom torrår/våtar och systemets inriktning vid en ev. utvidgning mot en gemensam marknad med Norge.

Översyn av systemet

Energimyndigheten har genomfört en översyn av elcertifikatsystemet på uppdrag av regeringen. Det övergripande syftet var att utvärdera systemets funktion och effekter samt att överväga möjligheterna till en höjning av ambitionsnivån. Myndigheten har kommit fram till att det krävs vissa förändringar i elcertifikatsystemet. Bl.a. rekommenderas att systemet permanentas som en bestående del i den svenska politiken för ett uthålligt samhälle. Något slutdatum för systemets livslängd bör inte sättas. Vidare rekommenderar Energimyndigheten att ambitionsnivå och kvoter sätts så långt fram i tiden att det skapar rimliga investeringsvillkor för aktörerna i systemet.

Energimyndigheten pekar på att den största bristen i elcertifikatsystemet är avsaknaden av långsiktighet. Rimliga villkor för investeringar och förtroende kan inte skapas med dagens utformning. Energimyndigheten drar slutsatsen att det finns en risk att målet med 10 TWh ny förnybar elproduktion till 2010 inte kommer att uppnås om systemet inte permanentas.

Utsläppsrätter

Ett tredje finansiellt instrument som också handlas på NordPool är utsläppsrätter, ett i grunden miljöpolitiskt verktyg som har sitt ursprung i ett EG-direktiv om system för handel med utsläppsrätter för växthusgaser 2003/87/EG. Det kan något förenklat sägas handla om att på marknadsmässiga grunder skapa incitament för att - mot bakgrund av bl.a. det s.k. Kyoto-protokollet - minska de totala utsläppen av växthusgaser och fördela de utsläpp som kvarstår på ett så rationellt sätt som möjligt. Företag med höga kostnader för att minska utsläppen kan köpa utsläppsrätter från företag med lägre kostnader för att minska utsläpp. Grunden för handeln läggs genom att

⁷ Prop.2002/03:40

staten sätter ett tak för hur stora de totala utsläppen för vara under en viss period.

EU: s handelssystem startade vid årsskiftet 2005, före Kyotoprotokollets första åtagandeperiod mellan 2008-2012. I Sverige trädde lag (2004:1199) om handel med utsläppsrätter i kraft den 1 januari 2005.

Utsläppshandeln omfattar än så länge ett begränsat antal industrigrenar, särskilt energianläggningar och vissa tunga industribranscher. Syftet är att försöka nå en kostnadseffektiv minskning av utsläppen samt ge erfarenheter som kan användas för att utveckla handelssystemet innan protokollets första åtagandeperiod inleds.

Priset på utsläppsrätter påverkas av bland annat av utomhustemperaturen och variationer i bränslepriset. Därutöver har priset påverkats av den generositet vid utdelning av rätterna som präglat vissa politiska beslut inom EU-länderna. I sammanhanget är det intressant att notera att marknaden för utsläppsrätter på senare tid har fått en påtaglig effekt, i uppåtgående riktning, på elpriserna. Mellan januari och till mitten av april 2005 har priset på utsläppsrätter ökat från 6 till 17 Euro. Den del av elproduktionen som baseras på fossila bränslen har genom systemet fått ökade kostnader för sina koldioxidutsläpp, vilket i sin tur pressar upp marknadspriset på el.⁸

I Europa siktar tyska EEX, franska Powernext och österrikiska EXAA på att starta spothandel med utsläppsrätter under 2005. Brittiska ECX planerar kvartalskontrakt. Nord Pool kom igång med handeln av forwardkontrakt den 11 februari 2005. Listade är tre kontrakt med fysisk leverans, med avräkning i december 2005, 2006 och 2007. Nord Pool Clearing är motpart i alla transaktioner och garanterar därmed betalning till säljaren och fysisk leverans till köparen. Nord Pool clearar även standardiserade kontrakt som handlas OTC. I slutet av april 2005 fanns 43 medlemmar knutna till handeln med utsläppsrätter på Nord Pool.

⁸ se exempelvis Dagens Industri 2005-04-19 "Glödhet utsläppsbörs trissar elpriset"

Förtroende och effektivitet

Sammanfattning

Elderivatmarknaden är mer än de flesta andra marknader beroende av olika externa händelser och beslut. Ett problem är att informationen inte alltid tillförs marknaden på ett sätt som ger alla aktörer likvärdig och samtidig information. Även olika myndigheters beslut, och hur dessa meddelas marknaden är av betydelse för att marknaden ska fungera väl.

Selektiv information om produktionsbortfall

Enligt Nord Pools regler ska aktörer i den finansiella elmarknaden omedelbart informera om händelser som har en betydande inverkan på priset på listade produkter.⁹ Nord Pools regler medger dock i vissa fall en tidsfrist på 60 minuter på denna typ av information i syfte att felet/problemet ska kunna analyseras. Motsvarande regler finns även för aktörerna på spotmarknaden. Nord Pool delger informationen till marknaden genom rutinerna för *urgent market messages* (UMM).

Reglerna riktar in sig på drift- och produktionsstörningar. Vid en störning motsvarande ett visst antal megawatt (MW) ska detta meddelas marknadsplatsen. Att denna information rapporteras av produktionsbolagen är naturligt. Det är emellertid regel att elbolagen utöver den finansiella verksamheten även agerar på spotmarknaden. Elbolag som ingår i grupperingar där även produktionsbolag ingår, får därigenom information om t.ex. produktionsstörningar. I en marknad där produktion har en betydande inverkan på priset på de finansiella instrumenten ska det råda vattentäta skott, s.k. ”chinese walls” mellan produktion och finansiell handel. Så fungerar det dock inte i många fall - det finns aktörer på den finansiella elmarknaden som rapporterar drift- och produktionsstörningar till marknadsplatsen. Detta innebär att händelser som har en betydande prispåverkan selektivt delges av en av aktörerna i marknaden. Det är som om corporate finance-avdelningen i en bank först skulle lämna information om ett offentligt erbjudande till den egna handlarsidan som i sin tur meddelade Stockholmsbörsen, som därefter informerade marknaden.

Även om förfaringssättet utifrån Nord Pools regler tycks vedertaget, måste en sådan informationshantering starkt ifrågasättas med utgångspunkt från vikten av genomlysning och marknadsförtroende. Dessutom kan denna hantering av marknadsinformation bli tidsödande och kan försvåra för marknadsplatsens kontroll av att informationen inte utnyttjats eller hanterats på ett felaktigt sätt. Det grundläggande kravet att kurspåverkande information ska delges hela marknaden samtidigt uppfylls alltså inte på det sätt som är önsk-

⁹ Se Nord Pool Market conduct rules/disclosure rules. www.nordpool.com

värt. FI kommer att ta upp en diskussion kring detta med NordPool och med Kredittilsynet, den norska tillsynsmyndigheten.

Externa beslut och åtgärder

Ett beslut om driftstopp av ett vattenkraftverk eller av en kärnkraftsreaktor, eller ett beslut om permanent avstängning av en reaktor, är naturligtvis kurspåverkande information i derivathandeln. I det förra fallet är problemställningen densamma som ovan, men i det senare fallet måste vi även inkludera ställningstaganden av myndigheter och politiska beslut. Detta gäller i och för sig alla finansiella marknader, men på den här delen av finansmarknaden gäller det dock i väsentligt högre grad och ofta på ett mer direkt sätt. Detta innebär att berörda myndigheter och andra organ måste vara väl medvetna om sin betydelse för marknaden samt att man i sin informationsgivning är tydlig och att man identifierat och värderat den information som lämnas och till vem den lämnas.

Även vid handeln med elcertifikat kan flera av varandra oberoende aktörer utanför marknaden påverka priset med eller genom sina beslut. Svenska kraftnät, som är ett statligt affärsverk, är det organ som utfärdar och kontrollerar certifikaten. De är även ansvariga för hanteringen av kvotplikten och dess storlek. Energimyndigheten (STEM) har förutom sin tillsynsuppgift i uppgift att godkänna anläggningar som har rätt till tilldelning av certifikat. Information om att en större producent väljer att inte annullera sina certifikat, eller en utbyggnad av anläggningar som producerar förnybar el, påverkar utbudet av certifikat vilket leder till att priset påverkas.

Motsvarande förhållande avseende informationshantering återkommer i handeln med utsläppsrätter. Beslut om tilldelning av utsläppsrätter meddelas av Länsstyrelserna och Energimyndigheten är registeransvarig och inrapporteringen av utsläpp ska ske till Naturvårdsverket. Dessutom kommer handeln att ske genom olika organ i hela Europa. Även dessa beslut påverkar priset.

När marknadsviktig information kommer från en rad olika myndigheter och organisationer ställer det höga krav på genomlysning och informationshantering. Det är således viktigt att även de informationsgivande myndigheterna och företagen identifierar prispåverkande beslut och åtgärder samt försäkrar sig om att det finns rutiner för informationshanteringen så långt möjligt säkerställer att alla aktörer får samtidig och lika tillgång till marknadsrelevant information.

Intressekonflikter

Sammanfattning

FI har genomfört undersökningar av hur intressekonflikter tar sig uttryck och hur de hanteras av företagen på eldrivatmarknaden. Det grundläggande strukturella problemet i det avseendet är att flertalet aktörer har nära koppling till de företag som producerar och som handlar med el. FI kan konstatera att brister finns både när det gäller identifiering och hantering av olika intressekonflikter som sammanhänger med detta.

Identifiering och hantering av intressekonflikter är grundläggande för förtroendet i den finansiella verksamheten. Hur bolagen har identifierat och hanterat sina befintliga och potentiella intressekonflikter speglar även bolagens utformning av den interna kontrollen. FI genomförde under hösten 2004 en undersökning av intressekonflikter i de femton bolag som står under FI:s tillsyn och som agerar i den finansiella elmarknaden.

Egenhandel och kommissionshandel

Principiellt skiljer sig inte intressekonflikterna i den finansiella elmarknaden nämnvärt från aktiemarknaden. Här finns konflikten mellan egenhandel, s.k. trading, och kommissionshandel där rutiner kring självinträde, dvs. där värdepappersbolagen går in som part i affären, utgör en viktig del. Det gäller framför allt i vilka situationer som självinträde sker samt hur man kontrollerar att man agerat för kundens bästa. Här finns även konflikten i kundorderhanteringen mellan olika kunder. Kundhandeln är den helt dominerande delen av elbolagens verksamhet. I undersökningen har majoriteten av bolagen svarat att de har 100 procent portföljförvaltning. De bolag som i större eller mindre utsträckning också handlar för egen räkning är Öresundskraft Energy Trading AB, Hydro Kraft AB, Sydkraft Energy Trading AB och Fortum Energy Securities AB.

Produktion och handel

Det problem som kommer i centrum, och som berörts tidigare i avsnittet om informationshantering, är de motstridiga intressen som uppstår när man inom koncernen både producerar el och deltar i den finansiella handeln. De stora producenterna har därigenom en direkt och tydlig påverkan på det elpris som uppkommer på marknaden, och detta pris blir i sin tur utgångspunkten för den finansiella elhandeln. Dessutom kan bolagen både bedriva bilateral handel, dvs. utanför marknadsplatsen och till annat pris än det officiella marknadspriset, samtidigt som man också handlar på marknaden. Vidare är det

inte heller ovanligt att värdepappersbolaget hanterar produktionsbolagets energiportfölj samtidigt som man bedriver kundhandel.

Samma sak gäller även situationen där styrelseledamöter eller personer i elbolagens ledningsgrupper har uppdrag i produktionsbolag, eller vice versa, och att bolaget därigenom får information som kan påverka beslut eller andra ställningstaganden.

Bilden kompliceras ytterligare av att de stora svenska produktionsbolagen dessutom äger vissa elproduktionsanläggningar gemensamt, framför allt kärnkraftverken. Samägandet innebär möjlighet till viss insyn i varandras verksamhet.

Att hantera de roll- och intressekonflikter som oftast följer av en sådan marknadsstruktur är en svår och grannlaga uppgift som har stor betydelse för förtroendet för marknaden.

Insiderinformation

Tillgång till uppgifter om produktions- och driftsstörningar kan, som nämnts, utgöra grund för intressekonflikter, men som framgår av insiderstrafflagen och Nord Pools regelverk så kan denna typ av uppgift även utgöra insiderinformation. Det är av största vikt att bolagen har kontroll på vilka händelser som kan utgöra insiderinformation samt hur man ska hantera dessa. Det är i sammanhanget viktigt att påpeka att även information om kommande politiska beslut kan utgöra insiderinformation och att den informationen i flera fall även kan utlösa intressekonflikter.

FI:s undersökning har inte syftat till utreda eventuella fall av otillåten insiderverksamhet, och FI har heller inga tydliga indikationer på att detta förekommit. Samtidigt kan konstateras att tecknen på brister både när det gäller identifiering av intressekonflikter och när det gäller hanteringen av dem ökar riskerna för att den typen av problem ska uppstå. Exempelvis finns ett fall där värdepappersbolaget inte identifierat den intressekonflikt som kan uppstå när ledande befattningshavare "sitter på två stolar", eller vid samägande av produktionsbolag. I det annat fall har man t.ex. identifierat intressekonflikten mellan produktion och egenhandel, men inte hanterat situationen på ett tillfredsställande sätt.

Sammanfattningsvis kan sägas när det gäller intressekonfliktsproblematiken att den rådande marknadsstrukturen bäddar för den typen av problem och att de undersökningar FI gjort föga överraskande bekräftat detta.

Runt hörnet

Sammanfattning

Det kommer att ske ett antal förändringar i arbetsbetingelserna för företagen och för tillsynen under de närmaste åren. Det gäller bl.a. skapandet av en gemensam nordisk elcertifikatsmarknad. En annan förändring som kan få konsekvenser för tillsynen är det EU-direktiv om investeringstjänster (MIFID) som kommer att införlivas i svensk lagstiftning hösten 2006

Gemensam nordisk marknad för elcertifikat

Stortinget i Norge har gett den norska regeringen i uppdrag att ta initiativ till en gemensam norsk-svensk elcertifikatmarknad. Den norska regeringen återkom till Stortinget med ett förslag att arbeta med en sådan gemensam marknad med mål för ikraftträdande den 1 januari 2007. Det norska förslaget konkretiserades i ett utkast till lagförslag från olje- och energidepartementet i november 2004. Förslaget bygger på att en gemensam marknad upprättas tillsammans med Sverige. De båda nationella systemen är tänkta att existera parallellt med varandra och länkas samman med varandra genom en gemensam marknad där elcertifikaten omsätts. Detta förutsätter att värdet på elcertifikaten likställs och avräknas i båda länderna.

Regeringen gav Energimyndigheten i uppdrag att analysera konsekvenserna av en internationellt utvidgad marknad med särskilt beaktande av en gemensam norsk-svensk sådan¹⁰.

Energimyndigheten visade att det bland annat finns farhågor att eftersom de norska certifikaten inte ges status som finansiella instrument kommer detta att komplicera den tänkta svensk-norska elcertifikatmarknaden. Speciellt om de norska certifikaten blir momspliktiga medan de svenska inte är det. Det kan få värdepappersbolag att välja att inte delta i marknaden då dessa inte har rätt att dra av moms. Dessutom kan den legala implementeringen undantränga aktörer och handelsplatser som kan tillföra viktiga funktioner på elcertifikatmarknaden. Konsekvenser kan bli att elcertifikathandeln inte kommer att fungera särskilt effektivt. Ett elcertifikat som handlas på den internationella elcertifikatmarknaden måste oavsett ursprung bära samma värde för att utbytet av elcertifikat ska fungera effektivt. Elcertifikaten bör vidare vara giltiga i alla system som kopplas till den gemensamma marknaden oberoende var de produceras.

En samordning av den information som förmedlas till marknadsaktörer från officiellt håll om godkända anläggningar, utfärdade och överförda elcertifikat, vägt medelpris mm är önskvärd.

¹⁰ N2003/9037/ESB "Uppdrag till Statens Energimyndighet att utreda konsekvenserna av en utvidgad elcertifikatsmarknad".

I utredningen ”*Konsekvenserna av en utvidgad elcertifikatmarknad*”¹¹ förtydligas en förutsättning för att de risker och därmed kostnader som aktörerna på elcertifikatmarknaden ställs inför ska minimeras genom långsiktighet – systemets utformning efter 2010 är inte beslutad - och transparens.

En utvidgning av marknaden torde innebära fler aktörer och större volymer vilket i sin tur borde leda till bättre prisbildning och ökad konkurrens.

EG direktiv på området

Även den finansiella elmarknaden berörs av en rad nya EG-regler på värdepappersområdet som är under, eller står inför, genomförande. Ett av dem är direktivet om marknadsmissbruk, som omfattar insiderhandel, obehörigt röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan. Även krav på information i förebyggande syfte återfinns här. Marknadsmissbruksdirektivet innebär i huvudsak en utvidgning av bestämmelserna av insiderdirektivet samt en reglering på europeisk nivå av otillbörlig marknadspåverkan. En nyhet är att direktivets räckvidd inte är begränsad till transaktioner som genomförs på en marknadsplats eller av en yrkesmässig mellanhand, utan även omfattar direkta transaktioner mellan två parter. Lagen beräknas träda i kraft i Sverige den 1 juli 2005.

I EU-kommissionens direktiv om marknader för finansiella instrument (MiFID)¹², som innehåller regler för värdepappersföretag och reglerade marknader, anges att företag eller företagsgrupp med annan huvudsaklig verksamhet än finansiell verksamhet som erbjuder värdepapperstjänster i form av råvaruderivat till samma kunder som man har i sin huvudverksamhet, kan undantas från direktivet, som beräknas träda i kraft i Sverige i oktober 2006. Det innebär att ett företag eller en koncern som har som huvudssyssla att proucera eller sälja el till, i praktiken, professionella kunder, inte behöver stå under tillsyn om man därutöver, och till samma kundkrets, också erbjuder denna typ av värdepapperstjänster.

Detta undantag träffar flertalet av aktörerna på den finansiella elmarknaden idag. Till skillnad från nuvarande EG-regler definieras råvaruderivat (inklusive elderivat) i direktivet som finansiella instrument, men de företag som typiskt sett handlar med dessa instrument, dvs. elbolagen, undantas alltså sannolikt från tillämpningen¹³.

Det skulle alltså innebära att FI kommer att ha tillsyn över handeln med dessa instrument men inte över de företag som i huvudsak handlar med dem. Eftersom finansiell tillsyn till sin karaktär har tillsynsunderställda företag som slutlig adressat för sina bedömningar och åtgärder, kan detta innebära en svårhanterlig situation och en komplicerad roll. Förslaget lämnar visserligen utrymme för nationell lagstiftning på området. Då frångås å andra sidan möjligheten till att skapa ett harmoniserat europeiskt regelverk på området och öppnas istället en möjlighet till regelarbitrage mellan de olika länderna.

¹¹ ER 2005:7 (Energimyndigheten)

¹² 2004/39/EG

¹³ Däremot kan de komma att omfattas i ett senare skede; undantagets fortsatta tillämpning ska bedömas av Kommissionen och rapporteras år 2009.

El- och gasmarknadsutredningens förslag om samråd

Regeringen gav i februari 2003 i uppdrag att se över behovet av ytterligare förändringar av lagstiftningen på el- och naturgasmarknaderna. Utredningen antog namnet El- och gasmarknadsutredningen. I slutet av december 2004 lämnade utredningen sitt slutbetänkande ¹⁴.

Utredningen föreslår att det ska inrättas ett mer formaliserat samarbete genom en samrådsgrupp mellan Energimyndigheten, Konkurrensverket och Finansinspektionen. Elmarknaden övervakas av flertalet myndigheter som har sina respektive ansvarsområden. Utredningen anser att antalet berörda myndigheter innebär en risk för en splittrad övervakningsstruktur. Utöver organisationerna ovan nämns Konsumentverket och Svenska Kraftnät som övervakare av samma marknad.

Samrådsgruppen föreslås ha regelbundna möten för att tillsammans kunna få mesta möjliga utbyte av sina kunskaper och erfarenheter av elmarknaden. Samarbetet ska bidra till att effektivisera arbetet inom myndigheterna bl. a genom att öka möjligheterna att utnyttja existerande expertis hos respektive organisation. De berörda myndigheterna bör ges möjligheter och resurser att internt bygga upp och bevara sina kunskaper om elmarknaden över tid. Utredningen nämner att Finansinspektionen tidigare har arbetat i relativt begränsad omfattning med elmarknadsfrågor men under senare tid har ökat sin aktivitet mot denna marknad.

Det nordiska marknadsperspektivet är viktigt varför utredningen också föreslår en nordisk samrådsgrupp. Denna grupp bör bildas för att motverka att olikheter i regelverken i Sverige, Norge, Finland och Danmark minskar förtroendet för Nord Pool som en gemensam nordisk marknadsplats. Det är även tänkt att gruppen ska utbyta erfarenheter från regeltillämpning och övervakning av de nationella marknaderna samt verka för en samordning. Denna samrådsgrupp bör omfatta representanter för respektive lands finansinspektioner, konkurrensmyndigheter, energimyndigheter, ekobrottsmyndigheter samt representanter för Nord Pool.

Utredningen ser framför sig att de föreslagna samrådsgrupperna kommer att bidra till den kompetensuppbyggnad som är viktig för en effektiv övervakning. Det är viktigt att säkerställa att berörda myndigheterna har möjlighet att bygga upp och bevara kompetens i form av branschkunskaper, allt för att möjliggöra en effektiv övervakning av elmarknaden.

Tillsynen i framtiden

Den finansiella elmarknaden liksom marknaden för utsläppsrätter kan framstå som - och är också i betydande utsträckning – något udda inslag i den finansiella marknaden; marknaden är lika beroende av uppgifter om elproduktion, politiska beslut och utspel och av väderprognoser som av orderläggning och avslutsinformation. Viktiga beslut som omedelbart påverkar marknaden tas av inte av finansiella företag eller av företag inom energisektorn utan av politiker och myndigheter.

¹⁴ SOU 2004:129

Flera av momenten i informationshanteringen ligger utanför den finansiella marknaden och därmed även utanför FI:s tillsynsområde. Det kan t.ex. handla om hur Statens Kärnkraftsinspektion (SKI) informerar om en förlängning av avstängningstiden för en reaktor. Därutöver kan nämnas myndighetsbeslut om tilldelning och annullering av elcertifikat, liksom olika slags störningar i elproduktion och -distributionen. Vissa väsentliga faktorer är dock ”interna” för marknaden och relevanta för den finansiella tillsynen. Informationshanteringen och transparensen i marknaden påverkas negativt av att ett fåtal aktörer dominerar på produktionssidan, att dessa bolag även samäger kärnkraftanläggningar och att de dessutom även är tunga aktörer på den finansiella elmarknaden. FI:s granskning av elbolagen och den finansiella elmarknaden visar att det finns brister beträffande informationshantering och genomlysning.

Ur FI:s perspektiv är uppgiften att skapa förutsättningar för en väl fungerande marknad så att en effektiv prisbildning uppnås. En väl fungerande finansiell elmarknad kräver en likvid och genomlyst handel där en bred grupp av aktörer kan och vill delta och där samtliga aktörer – vilket i sin tur är en viktig förutsättning för detta breda deltagande – har lika och samtidig tillgång till kurspåverkande information.

Mot detta ska ställas två förhållanden som, trots detta, gör en ökad ambitionsnivå för FI:s tillsyn av dessa marknader mindre självklar. Det ena, generella, förhållandet är att den finansiella tillsynen i allmänhet och marknadstillsynen i synnerhet står inför en omfattande agenda av delvis nya frågor, inte minst i ljuset av den europeiska regelharmoniseringen på en rad områden. Detta nödvändiggör hårda och genomtänkta prioriteringar nu och under de kommande åren. Och även om den finansiella elmarknaden förvisso reser viktiga principiella frågor om marknadseffektivitet, finns som nämnts inga systemstabilitetsdimensioner och inte heller några direkta konsument-skyddsdimensioner att beakta – de två frågor som utgör den finansiella tillsynens förstahandsuppgifter. Här kan man notera flera delar inom marknadstillsynsområdet där inte minst konsumentskyddsaspekterna väger tyngre¹⁵. En ökad satsning på den finansiella elmarknaden från FI:s sida kan i det perspektivet därför inte anses ha prioritet.

Det andra, mer specifika, skälet är att kommande EG-regler sannolikt kommer att innebära att huvuddelen av de företag som idag är aktiva på elderivatmarknaden framöver kommer att undantas från finansiell tillsyn. Visserligen torde Sverige att kunna välja att behålla tillsynen om man så skulle önska, men i ljuset av problemens trots allt begränsade räckvidd är det enligt FI:s uppfattning inte troligt att värdet av en fortsatt tillsyn är värt de nackdelar som en svensk särlinje skulle innebära.

Däremot är det både önskvärt och lämpligt att FI, utifrån kunskap om finansiella marknaders funktionssätt och eftersträlvade egenskaper, bidrar konstruktivt i det bredare myndighetssamarbete visavi elmarknaden av den typ som föreslagits och som också kommit igång med Energimyndigheten, Kon-

¹⁵ En bristfälligt fungerande elderivatmarknad torde förvisso få ur konsumentsynpunkt negativa effekter på elpriserna, men FI:s agerande kan inte ha som operativ ambition att påverka elmarknaden, lika lite som tillsynen av boläneföretagen kan ha ambitionen att på bred front påverka prisbildning och prisutveckling på bostadsmarknaden. Det hindrar förstås inte att en väl fungerande elderivatmarknad, liksom en väl fungerande boläneemarknad, i ett bredare samhällsekonomiskt perspektiv innebär ett positivt bidrag till en effektiv elmarknad, respektive bostadsmarknad.

kurrensverket och branschorganisationerna. Detta gäller också det nordiska myndighetssamarbetet. Dock innebär även sådana insatser krav på resurser. Att med aktuellt resursläge öka dessa insatser skulle drabba andra och mer prioriterade tillsynsområden. Detta anser inte FI vara en rimlig prioritering.

Bilaga : Kraft- och råvarubolag

Elbolag:

Alfa Kraft AB

Fortum Energi Securites AB

Graninge Trading AB

Hydro Kraft AB

Markedskraft AB

Mälarenergi Försäljning AB

Shepherd Kapitalförvaltning AB

Skandinaviska Energimäklarna AB

Statskraft Financial Energi AB

Svensk Kraftmäkling AB

Sydkraft Energy Trading AB

Vattenfall Power Management AB

Öresundskraft Energy Trading AB

Östkraft Energihandel AB

FI:s undersökning omfattade samtliga ovanstående bolag utom Graninge Trading AB, som befinner sig under fusion med Sydkraft och inte bedriver egen verksamhet

Övriga kraft- och råvarubolag:

Sempra Metals Ltd UK. Filial

Finansinspektionens rapporter

finns på www.fi.se

- 2005:5 Livbolagens avgifter
- 2005:4 Blancokrediter till konsumenter
- 2005:3 Finanssektorns krisberedskap
- 2005:2 Livbolagens provisioner till försäkringsmäklare
- 2005:1 Indexobligationer – en granskning av informationen till kunderna
- 2004:11 Marknadstillsyn 2004
- 2004:10 Från konto till konto VI
- 2004:9 Finanssektorns stabilitet 2004
- 2004:8 Intressekonflikter i fondbolag
- 2004:7 Värdepappersföretagens rutiner vid kundorder
- 2004:6 Hushållens ökade lån – en riskanalys
- 2004:5 En plan för enklare regler
- 2004:4 Effektiv tillståndsgivning
- 2004:3 Sen fondhandel och market timing
- 2004:2 Internaffärer i nio livbolag
- 2004:1 Bankernas klagomålshantering



Finansinspektionen
Box 6750, 113 85 Stockholm
Tel 08-787 80 00
Fax 08-24 13 35
finansinspektionen@fi.se



KREDIT TILSYNET
The Financial Supervisory Authority of Norway

Kredittilsynets tilsyn med kraftderivatmarkedet

Juni 2005

Kredittilsynet viser til rapport¹ fra Finansinspektionen i Sverige (FI) om regulering av det nordiske kraftderivatmarkedet og påstander om at kraftderivatmarkedet og handelen i dette på Nord Pool ASA, i større grad enn øvrige finansmarkeder preges av handel basert på innsideinformasjon, og at FI anser dette for urovekkende.

Innhold

Sammendrag	3
Kraftderivatmarkedet og det øvrige kraftmarkedet	4
Nord Pool konsern og kraftmarkedet	4
Kraftmarkedets delmarkeder	5
Nærmere om aktører i kraftderivatmarkedet uten posisjoner i det fysiske kraftmarkedet ..	8
Nærmere om Nord Pool-gruppens tjenester og rolle i kraftkontraktsmarkedene	8
To kontraktsmarkeder, samme formål?	9
Markedsadferd og lovreguleringen i Norge	10
Kommentarer til Finansinspektionens (FI) rapport	11
Innsidehandel	11
Markedsmanipulasjon	13
Konklusjon	14

¹ Rapport fra Finansinspektionen i Sverige (2005:6) Den finansiella elmarknaden.

Sammendrag

Det nordiske kraftderivatmarkedet reguleres i stor grad gjennom Nord Pool ASA (Nord Pool) som børs. Denne børsen er under Kredittilsynets tilsyn. Det synes derfor som om FI har innsigelser mot den norske reguleringen av dette markedet, og at Kredittilsynet har betydelige tilsynsutfordringer knyttet til dette markedet. Kredittilsynet anser det derfor nødvendig å redegjøre for tilsynsgrunnlaget og tilsynstilnærmingen Kredittilsynet har valgt overfor børsen Nord Pool, oppgjørssentralen Nord Pool Clearing ASA (NPC) og kraftderivatmarkedet for øvrig.

Kredittilsynet har ved flere anledninger undersøkt om det er svakheter i gjeldende regulering av kraftderivatmarkedet, senest i forbindelse med implementeringen av markedsmisbruksdirektivet. Innsidehandel i produkter notert på Nord Pool er regulert gjennom børsens regelverk. Dette anses som hensiktsmessig fordi aktørene i kraftderivatmarkedet må anses som profesjonelle og dermed ikke har behov for forbrukerbeskyttelse eller liknende. Prisene på Nord Pool anses av markedsaktørene å være gjeldende markedspriser. Likviditeten i kraftderivatmarkedet anses som tilstrekkelig til at prisene på børs også vil gjenspeile prisene i det uregulerte OTC-markedet.

Om lag 1/3 av aktørene som handler på Nord Pool har ikke selv fysisk kraftomsetning. Disse aktørene handler i kraftderivatmarkedet som alternativ til alle andre finansmarkeder, og kan normalt ikke sitte med innsideinformasjon knyttet til fysisk kraftproduksjon og forbruk. Dersom innsidehandel hadde vært et betydelig problem er det rimelig å anta at andelen slike aktører ville vært lavere enn hva som faktisk er tilfelle.

Påvirkning av fysisk kraftbalanse gjennom bruk av innsideinformasjon i kraftderivatmarkedet er mulig. Imidlertid vil slik påvirkning måtte gjøres over lang tid, noe som er lite sannsynlig. Mulighetene for at aktører skal kunne benytte innsideinformasjon til å påvirke prisen til strømkundene er dermed lite sannsynlig.

Markedsmanipulasjon anses som hovedutfordringen i markedstilsynet med kraftderivatmarkedet. Det er gjennomført undersøkelser som tilsier at det er mulig å påvirke prisene i kraftderivatmarkedet gjennom manipulasjon av prisene i det underliggende fysiske kraftkontraktmarkedet. Undersøkelsene har også vist at det er mulig å manipulere kraftderivatprisene innenfor kraftderivatmarkedet alene.

Undersøkelser tyder på at dagens regulering av innsidehandel i kraftderivatmarkedet er hensiktsmessig, og det har ikke framkommet opplysninger som tilsier at innsidehandel er et omfattende problem i kraftderivatmarkedet. Kredittilsynet deler derfor ikke FIs bekymring om at innsidehandel kan være et stort problem i kraftderivatmarkedet og at det kan være behov for betydelige tiltak i denne sammenheng. Kredittilsynet kan ikke se at eventuell innsidehandel i kraftderivatmarkedet kan ha vesentlig innvirkning på prisene som strømforbrukere må betale.

Kraftderivatmarkedet og det øvrige kraftmarkedet

Kraftderivatmarkedet henger tett sammen med det øvrige kraftmarkedet. Den nordiske oppbyggingen av kraftmarkedet er noe forskjellig fra oppbyggingen i andre land. Denne oppbyggingen har vist seg effektiv, og i dag regnes den nordiske kraftmarkedsmodellen som en av de mest effektive markedsmodellene for deregulerte kraftmarkeder.

Nord Pool konsern og kraftmarkedet

Nord Pool har siden 5. mars 2002 hatt konsesjon til å drive børsvirksomhet etter den norske børsloven² for notering og omsetning av kraftderivatkontrakter. Konsesjonen er senere utvidet til også å kunne notere CO2-kvotederivater. Kraftderivatkontrakter og CO2-kvotederivater er varederivater, og er ifølge den norske verdipapirhandelloven³ å anse som finansielle instrumenter⁴. Handel med varederivater er underlagt noen av bestemmelsene om markedsadferd i samme lov⁵. Bestemmelsene om markedsadferd i verdipapirhandelloven er under revisjon som følge av tilpasninger til EUs markedsmissbruksdirektiv. Bestemmelser om innsideinformasjon vil bli omfattet av nytt regelverk. Endret verdipapirhandellov er vedtatt og sanksjonert av det norske stortinget i mars 2005, og forventes å tre i kraft i løpet av sommeren 2005⁶.

Innsideinformasjon i kraftderivatmarkedet er i dag regulert gjennom børsregelverket på Nord Pool⁷. Børsens regelverk er behandlet av Finansdepartementet i forbindelse med at Nord Pool fikk konsesjon som børs⁸. Før eventuelle endringer i eksisterende børsregelverk skal Nord Pool sende inn endringene til Kredittilsynet. Kredittilsynet kan i denne forbindelse pålegge børsen å endre regelverket⁹. Ordningen med innsending av regelverket benyttes av Kredittilsynet som en reell mulighet til å regulere kraftderivatmarkedet, og eventuelt styre

² LOV 2000-11-17 nr 80: Lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven).

³ LOV 1997-06-19 nr 79: Lov om verdipapirhandel.

⁴ Verdipapirhandelloven § 1-7 første ledd :

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.

⁵ § 2-5. *Forbud mot urimelige forretningsmetoder*

Ingen må benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter.

God forretningsskikk skal iakttas ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter eller som ellers har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter.

§ 2-6. *Forbud mot kursmanipulering*

Ingen må søke uredelig å påvirke kursen på et finansielt instrument som er notert på norsk børs eller norsk autorisert markeds plass.

Som uredelig påvirkning regnes for eksempel å spre uriktige eller villedende opplysninger, eller inngå fiktive avtaler med det formål å:

1. få noen til å tegne, kjøpe eller selge finansielle instrumenter eller rettigheter til finansielle instrumenter, eller å avstå fra dette,
2. påvirke tegningskurs, eller
3. påvirke bytteforholdet ved sammenslåing eller deling av selskaper.

⁶ St.prp. nr. 32 (2004-2005) Om markedsmissbruksdirektivet og Ot.prp. nr 12 (2004-2005) "Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.)"

⁷ Trading rules for financial electricity contracts and certificate contracts Nord Pool ASA. Se Nord Pools hjemmesider på interent for siste versjon.

⁸ Børsloven § 2-2 første til tredje setning:

Departementet kan gi tillatelse som børs eller autorisert markeds plass til foretak som oppfyller kravene i loven her. Søknad om tillatelse som børs eller autorisert markeds plass skal inneholde de opplysninger som er av betydning for behandling av søknaden og som viser at de lovbestemte krav er oppfylt. Utkast til regler og forretningsvilkår i henhold til kapittel 5 eller kapittel 6 skal vedlegges søknaden.

⁹ Børsloven § 5-1 tredje ledd andre og tredje setning:

En børs' regler og forretningsvilkår, og endringer i disse, skal innsendes til Kredittilsynet. Kredittilsynet kan kreve disse endret dersom de ikke oppfyller lov eller forskrift.

reguleringen i en mer hensiktsmessig retning, dersom dette skulle vise seg å være nødvendig for å oppnå intensjonene bak lovgivningen for dette markedet. Andre land¹⁰ enn Norge har regulert handel med varederivater på annen måte. Regulerende myndighet i Norge og Kredittilsynet anser at dagens regulering med varederivatmarkedene ser ut til å være den mest hensiktsmessige, noe som også indikeres gjennom god likviditet i disse markedene.

Nord Pool noterer og forestår handel med CO₂-kvotederivater, i tillegg til, og på lik linje med de noterte kraftderivatkontraktene. I tillegg omsetter Nord Pool CO₂-kvoter og svenske grønne elsertifikater som tilknyttet virksomhet til børsvirksomheten. Grunnen til at de sistnevnte produktene omsettes som tilknyttet virksomhet er at disse produktene etter verdipapirhandelloven ikke defineres som finansielle instrumenter, og dermed ikke kan noteres på børs. All handel på Nord Pool er regulert gjennom børsens regelverk.

Nord Pool eier NPC og Nord Pool Consulting AS, begge med 100 %. I tillegg har Nord Pool eierandeler i Nord Pool Spot AS (20 %) og European Energy Exchange-EEX (17,5 %).

NPC har siden 5. mai 2002 hatt konsesjon som oppgjørssentral for oppgjør av finansielle instrumenter omsatt på Nord Pool. I tillegg tilbyr NPC oppgjør for alle typer kontrakter i "over the counter"-markedet (OTC), med samme standardisering som kontrakter notert på Nord Pool. NPC er også oppgjørssentral for de andre produktene som handles på Nord Pool. Oppgjørssentralen har eget regelverk¹¹ som gjelder for alle oppgjørssentralens medlemmer.

Handelen i OTC-markedet er ikke regulert gjennom verdipapirhandelloven, så lenge handelen ikke har innvirkning på børshandelen. Før vinteren 2002/2003 ble det handlet et betydelig antall kraftderivatkontrakter som ikke ble gjort opp gjennom oppgjørssentral. Rask økning av kraftderivatprisene vinteren 2002/2003 førte til at markedsaktørenes oppfatning av kredittrisikoen i kraftderivatmarkedet ble endret. Tilbakemeldingene fra Nord Pool og markedsaktører i kraftderivatmarkedet tilsier at mesteparten av kraftderivatkontraktene med tilstrekkelig lik standardisering som på Nord Pool nå gjøres opp gjennom NPC.

Kraftmarkedets delmarkeder

Kraftmarkedet har forskjellige delmarkeder som i større eller mindre grad henger sammen. Denne framstillingen tar utgangspunkt i kraftderivatmarkedet. Framstillingen er således kun fullstendig for de andre delmarkedene, så langt dette har relevans for kraftderivatmarkedet¹².

Kraftmarkedet kan deles i kontraktmarkeder og marked for fysisk levering av kraft. Faktisk produksjon og forbruk, samt fysisk overføring av kraft, har ingen innvirkning på kontraktmarkedet, ut over å være et vurderingskriterium for hvor stort volum som kan bli omsatt i kontraktmarkedet for fysisk kraft i framtiden. Kontraktmarkedet består av et fysisk kontraktmarked og et derivatmarked (finansielt marked). I det fysiske kraftkontaktmarkedet er det ingen betingelse at en må være kraftprodusent for å kunne tilby kraftvolum gjennom kraftkontrakter. Tilsvarende er det heller ingen betingelse å være kraftleverandør eller kraftforbruker for å kunne etterspørre kraftvolum gjennom kraftkontrakter. Den totale

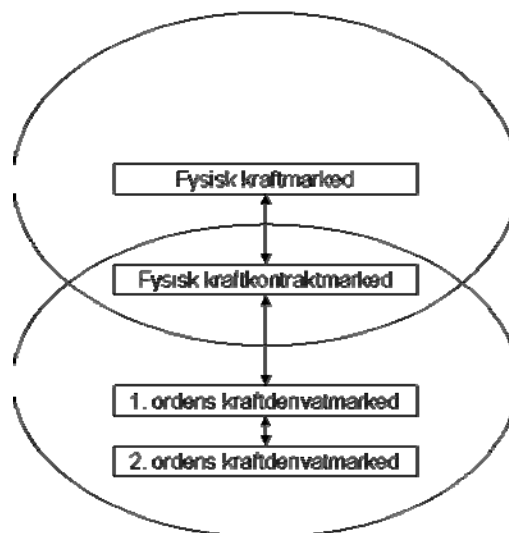
¹⁰ For eksempel Tyskland. Se Zenke/Schäfer (2005) Energiehandel in Europa. Verlag C.H. Beck

¹¹ Clearing rules for financial electricity contracts and certificate contracts Nord Pool ASA. Se Nord Pools hjemmesider på Internet for siste versjon.

¹² Nærmere beskrivelse om reguleringen av kraftmarkedet og tilsynet med de enkelte delmarkedene: "Samarbeid om tilsyn med kraftmarkedet" (2003) http://www.kredittilsynet.no/archive/markedsavd_pdf/01/01/28102070.pdf

summen av tilbudt kraftkontraktvolum kan dermed isolert sett avvike fra den totale summen etterspurt kraftkontraktvolum.

Siden den faktiske produksjonen av fysisk kraft alltid må være lik det faktiske forbruket av fysisk kraft, vil det kunne oppstå avvik mellom kontraktsbalansen og den fysiske kraftbalansen. Dette løses i Norden på hovedsakelig tre måter. Den ene løsningen er at alle aktører i kraftmarkedet gjennom lovreguleringen for fysisk kraft kontinuerlig må ha balanse i egen portefølje av tilbudt og etterspurt kraftkontraktvolum for hver enkelttime. Balansen skal inkludere kjøp og salg i spotmarkedet – som også er et kontraktmarked. Den andre løsningen er at kraftmarkedsaktører i det fysiske markedet forplikter seg til å anmelde det kontraktsvolumet som de til enhver tid anser å ha som forventet faktisk kraftbalanse. Prisen i spotmarkedet betegnes som systempris, og anses å være referanseprisen i kraftkontraktmarkedet. Den tredje løsningen er at eventuelle volumavvik mellom total kontraktbalanse og total faktisk kraftbalanse håndteres i et eget balansemarked. Alle landene i det nordiske kraftmarkedet har tilpasset seg dette i sine respektive lovverk for fysisk kraftomsetning. Balansemerkene er nasjonale og opereres av de enkelte lands systemoperatører. Overvåkning av kraftmarkedsaktørenes overholdelse av balanseplikten ivaretas også av systemoperatørene.



Figuren viser at det fysiske kraftmarkedet er koblet til det fysiske kraftkontraktmarkedet. Figuren viser også at kraftderivatmarkedet er koblet til det fysiske kraftkontraktmarkedet. Koblingen mellom kraftderivatmarkedet og det fysiske kraftkontraktmarkedet ligger i at underliggende pris i kraftkontraktmarkedet er spotprisen i det fysiske kraftkontraktmarkedet. Figuren viser også at kraftderivatmarkedet er skilt fra det fysiske kraftmarkedet.

Kontraktsmerkene i kraftmarkedet omtales ofte som engrosmarkeder. Sentrale aktører i kraftkontraktmarkedet er energiprodusenter og energileverandører. Energiprodusenter forestår den fysiske kraftproduksjonen, mens energileverandøren forestår detaljomsetningen til kraftforbrukeren. I det fysiske kontraktsmarkedet vil kraftprodusentene netto være på tilbudssiden og kraftleverandørene netto være på etterspørselssiden. Det er imidlertid ingenting i veien for at en kraftleverandør for eksempel et år i forveien kjøper 10 % mer kraftvolum i engrosmarkedet enn det denne kraftleverandøren forventer å selge til forbrukerne på et gitt tidspunkt. Kravet er likevel at kraftleverandøren må selge de overskytende 10 % på et senere tidspunkt, for eksempel i spotmarkedet, dersom det viser seg at den ekstra mengden

ikke forventes levert på leveringstidspunktet. Eksempelet viser at i spotmarkedet kan en energileverandør opptre på tilbudssiden. Tilsvarende kan en kraftprodusent i spotmarkedet kunne opptre på etterspørselssiden.

Det fysiske kraftkontraktmarkedet sikrer at en kraftmarkedsaktør kan kjøpe eller selge en fast mengde fysisk kraftvolum en gang i framtiden, til fast pris. Den totale fysiske produksjonsmengden og den totale fysiske forbruksmengden er imidlertid usikker, noe som gjør at behovet for kjøp eller salg i spotmarkedet kan være betydelig. Et slikt kjøp eller salg i spotmarkedet kan være forbundet med betydelig prisrisiko. Denne prisrisikoen kan sikres i kraftderivatmarkedet. Den fysiske mengden vil dermed omsettes i spotmarkedet, mens prisen på omsetningen i spotmarkedet kan sikres gjennom kraftderivatmarkedet. Dermed vil kraftderivatmarkedet være et marked for prisrisiko, mens det fysiske markedet vil være et marked for oppdekning av den fysiske balansen av kjøp og salg av fysiske kraftkontrakter. Siden fysiske kraftkontrakter handles på forhånd, vil det fysiske kraftkontraktmarkedet også være et marked som i tillegg til sikring av volum, være et marked for sikring av framtidig pris. Både det fysiske kontraktmarkedet og kraftderivatmarkedet kan således ses som risikoinstrumenter for sikring av pris, mens det fysiske kraftkontraktmarkedet også sikrer volum.

CO2-kvotemarkedet og det tilhørende CO2-kvotederivatmarkedet er et ungt marked. I den senere tiden har det blitt tydelig at CO2-kvotemarkedet og CO2-kvotederivatmarkedet i betydelig grad vil kunne påvirke prisene i kraftmarkedet og kraftderivatmarkedet. I hvilken grad CO2-kvotemarkedet og CO2-kvotederivatmarkedet vil prege prisdannelsen i kraftmarkedet og kraftderivatmarkedet også i framtiden er foreløpig uklart, nettopp fordi CO2-kvotemarkedet er et ungt marked.



Figuren viser hvordan prisene i de enkelte delmarkedene i kraftmarkedet påvirker prisene i kraftderivatmarkedet. Figuren viser også at kraftderivatmarkedet påvirkes av prisene i CO2-kvotemarkedet og CO2-kvotederivatmarkedet. Kraftderivatmarkedet påvirkes også av øvrige finansmarkeder og derigjennom det øvrige kapitalmarkedet. 1. ordens derivatmarked omfatter primært futures og forwards, mens 2. ordens derivatmarked primært omfatter europeiske opsjoner. Nord Pool noterer ikke 2. ordens derivater i CO2-kvotemarkedet i dag.

Nærmere om aktører i kraftderivatmarkedet uten posisjoner i det fysiske kraftmarkedet

Kraftderivatmarkedet er knyttet til det øvrige finansmarkedet gjennom aktører i dette markedet som ikke selv har posisjoner knyttet til kraftproduksjon eller kraftleveranser. Aktører i kraftderivatmarkedet uten posisjoner i det fysiske kraftmarkedet omtales her som finansielle markedsaktører. Disse aktørene må antas å handle i kraftderivatmarkedet utelukkende ut fra et investeringssynspunkt hvor hensikten er å maksimere avkastningen på sin finanskapital. Disse aktørenes insentiver for handel i kraftderivatmarkedet framfor andre finansmarkeder må antas å være at kraftderivatmarkedet gir høyere avkastning på finanskapitalen i forhold til risikoen knyttet til denne handelen, enn i andre finansmarkeder aktørene ellers kunne investert i.

De finansielle markedsaktørene er i vesentlig grad aktører med kontorer utenfor Norden, men noen av aktørene har også nordisk tilknytning. Undersøkelser viser at finansielle markedsaktører utgjør ca. 1/3 av medlemmene på børsen Nord Pool og i oppgjørssentralen NPC. Undersøkelsene viser også at disse medlemmene er involvert i ca. 1/3 av handels- og oppgjørsvolumet i kraftderivatmarkedet. Denne gruppen markedsaktører må dermed anses å være av vesentlig betydning for kraftderivatmarkedets prisdannelse.

Finansielle markedsaktører antas å ha insentiver til å handle i kraftderivatmarkedet fordi de anser at dette markedet representerer en gunstig kapitalplassering. Kraftleverandører og kraftprodusenter vil ha insentiver til å handle i kraftderivatmarkedet fordi de kan redusere sin prisrisiko for framtidig kjøp og salg av kraft. Det er rimelig å anta at den risikoen som kraftleverandører og kraftprodusenter ønsker å unngå i betydelig grad tas av de finansielle markedsaktørene, og omvendt. Alle aktører som ønsker å ta risiko i kraftderivatmarkedet, tar betalt for dette, delvis gjennom markedsprisene i 1. ordens kraftderivatmarkedet, og delvis gjennom opsjonspremier m.m. i 2. ordens kraftderivatmarkedet¹³.

Nærmere om Nord Pool-gruppens tjenester og rolle i kraftkontraktsmarkedene

Oppgjør av kraftderivatkontrakter kan foretas gjennom oppgjørssentralen NPC. NPC står da ansvarlig for rettidig oppgjør til begge motparter i kontraktene. NPC bærer kredittrisikoen i perioden fra kontrakten er handlet og fram til den er gjort opp. NPC forestår ikke oppgjør av fysiske kontrakter i kraftmarkedet. Alle derivatkontraktene har kun pengeoppgjør, og er ikke fysiske kraftkontrakter. Dermed kan NPC avregne netto prisforskjell for hvert enkelt medlem i oppgjørssentralen, noe som reduserer oppgjørssummene mellom medlemmene betydelig.

Nord Pool noterer flere typer derivatkontrakter med forskjellig formål¹⁴. Forwardkontraktene og futureskontraktene er terminkontrakter hvor hensikten er å sikre prisen på et avtalt volum i en fast tidsperiode en gang i framtiden i forhold til spotmarkedsprisen i det fysiske kraftkontraktmarkedet. I tillegg noterer Nord Pool 2. ordensderivatprodukter, som europeiske

¹³ Nærmere om kraftopsjoner: Bjerksund, Carlsen og Stensland (2001) "Verdsettelse av kraftopsjoner" og Maudal og Solum (2002) "Opsjoner i kraftmarkedet" – NTNU Institutt for industriell økonomi og teknologiledelse

¹⁴ Beskrivelse av kontakttypene på Nord Pool: "Trade at Nord Pool's financial markets", <http://www.nordpool.com/information/reports/Report%20Financial%20Market.pdf>

kraftopsjoner. Disse produktene har terminer som underliggende kontrakt¹⁵. Nord Pool noterer også Contracts for Differences. Dette er en type swap-kontrakter, hvor aktørene kan sikre seg mot forskjell mellom systempris og de enkelte områdeprisene i det nordiske kraftmarkedet.

Nord Pool Spot AS er et fysisk kontraktmarked. Det underliggende fysiske kraftmarkedet håndteres av systemoperatørene i Norge, Sverige, Danmark og Finland. Nord Pool har således kun ansvar for de organiserte kraftkontraktmarkedene. Fysisk kraftomsetning er foretaksmessig helt skilt fra Nord Pools virksomhet. Med dette er all håndtering av nettorganisering, omsetning av fysisk kraft og ansvar for fysisk kraftbalanse skilt fra kraftkontraktmarkedene, både i det fysiske kraftkontraktmarkedet og i kraftderivatmarkedet. Systemoperatørene bestemmer hvilke prisområder Nord Pool Spot til enhver tid skal operere med. Nord Pool Spots ansvar for kraftbalanse er balansen av det fysiske kraftkontraktmarkedet. Nord Pool Spot balanserer også ut eventuelle kapasitetsproblemer i nettet, basert på de data systemoperatørene gir om beskrankninger i nettet mellom de enkelte prisområdene.¹⁶

To kontraktmarkeder, samme formål?

I framstillingen av kraftmarkedets delmarkeder over er det vist at aktørene i kraftmarkedet kan sikre framtidig pris i det fysiske kontraktmarkedet og i kraftderivatmarkedet. I andre varederivatmarkeder i og utenfor Europa, er det eksempler på at det fysiske kontraktmarkedet og derivatmarkedet er bygget sammen i et og samme marked. Til sammenlikning er CO2-kvotederivatmarkedet organisert i et kontraktmarked. CO2-kvotederivat notert på Nord Pool har fysisk levering, i motsetning til kraftderivatkontraktene som kun gjøres opp finansielt. I andre varederivatmarkeder er det eksempler på at andre organiseringsformer. I for eksempel oljemarkedet omsettes både futures med finansielt oppgjør og futures med fysisk oppgjør¹⁷.

Det fysiske kontraktmarkedet tjener formålet å balansere mot det fysiske balansemarkedet. Ved å pålegge aktørene i det fysiske markedet å balansere sine kontrakter i det fysiske kontraktmarkedet i forhold til balansen de forventer i det fysiske markedet, vil det fysiske kontraktmarkedet være et marked for balansering av volum og ikke et marked for sikring av prisrisiko. Dette kommer til uttrykk gjennom at aktører som handler i spotmarkedet i stor grad må ta den prisen spotmarkedet setter, og ved at kravet til volumbalanse ikke gir aktøren mulighet til å ha volum som frihetsgrad.

Aktøren kan benytte kraftderivatmarkedet til å sikre seg mot uønsket priseksponering i spotmarkedet gjennom å sikre prisen i det finansielle markedet. Ved å sikre prisen i kraftderivatmarkedet og handle tilsvarende volum i spotmarkedet oppnås både pris- og volumsikring. Tilsynelatende oppnås dermed samme pris- og volumsikring i kraftderivatmarkedet som i det fysiske kraftkontraktmarkedet. Det finnes imidlertid en viktig forskjell. Aktører uten tilknytning til den fysiske kraftleveringen kan handle i kraftderivatmarkedet. Slike aktører er gjerne aktører med tilknytning til det øvrige finansielle markedet og er ofte finansinstitusjoner. Aktørene med tilknytning til fysisk kraftlevering

¹⁵ Nærmere om verdifastsettelse og virkemåte for derivater kan for eksempel leses i: Hull, John C. (2003) 5. ed. "Options, futures and other derivatives"

¹⁶ Nærmere om dette kan leses på Nord Pools hjemmesider: http://www.nordpool.no/information/publications/Elspot_14032005.pdf og i Mette Bjørndal and Kurt Jörgensen (2000) "Zonal Pricing in a Deregulated Electricity Market"

¹⁷ Zenke/Schäfer (2005) Energiehandel in Europa. Verlag C.H. Beck, Kapitel 1 § 3.

optimerer sin risikoeksponering ut fra sin portefølje av fysiske leveringsforpliktelser, mens aktører med tilknytning til finansmarkedet optimerer sin risikoeksponering ut fra sin portefølje av finansplasseringer. Slike finansplasseringer kan være alt fra bankutlån til omsetning i aksjemarkeder og andre derivatmarkeder. Kraftderivatmarkedet er dermed et marked hvor kraftmarkedsaktører møter andre finansielle aktører, det fysiske kraftkontraktmarkedet er et marked hvor kraftmarkedsaktører møter aktører for fysisk kraftlevering. Siden kraftmarkedsaktørene i de fysiske kraftkontraktmarkedet kan handle mengde i spotmarkedet og handle prissikring for samme mengden i kraftderivatmarkedet er det lett å se at aktøren i kraftderivatmarkedet er den samme som i det fysiske kraftkontraktmarkedet.

Omsetningen gjennom Nord Pool Spot har nå på nordisk basis oversteget 40 % av den fysiske leveringen av kraft i Norden. Alternativet vil være å handle volum- og prissikring gjennom det bilaterale kraftkontraktmarkedet. Høy spotandel tyder på at svært mange aktører benytter seg av muligheten å handle volum for å oppnå fysisk kraftkontraktbalanse i spotmarkedet, for så å sikre prisen på denne leveransen gjennom kraftkontraktmarkedet. En så høy andel tilsier at aktørene anser at spotmarkedet er en effektiv måte å handle seg i balanse i det fysiske kraftkontraktmarkedet i forhold til den underliggende fysiske balansen. Den høye andelen handlet over Nord Pool Spot tilsier også at aktørene anser sikringen av prisrisiko gjennom kraftderivatmarkedet som effektiv. Siden kraftderivatmarkedet gjennom finansielle markedsaktører er koblet til det øvrige finansmarkedet tyder en høy spotmarkedsandel på at kraftderivatmarkedet effektivt kobler det fysiske kraftmarkedet med finansmarkedet. Prisen på risiko i det øvrige finansielle markedet bør derfor være priset inn i kraftprisene, noe som kjennetegner effektive finansmarkeder.

Markedsadferd og lovreguleringen i Norge

I Norge er det særlig ved to anledninger gjort undersøkelser med etterfølgende offentlig høring hvor aktuelle markedsaktører i kraftmarkedet har kunnet uttale seg om markedsadferd i handel med finansielle instrumenter, og hvor det er tatt spesiell hensyn til varederivatmarkeder. Da varederivater ble definert som finansielle instrumenter¹⁸ ble det konkludert med at det forelå hensyn som tilsa at verdipapirhandelens bestemmelser om markedsmanipulasjon skulle gjelde for varederivatmarkeder, mens innsidereguleringene ikke uten videre skulle gjelde. Grunnen til at innsidereguleringene ikke uten videre ble gjort gjeldende for varederivatmarkedene var at det ikke ble ansett å foreligge beskrivelse av situasjoner hvor innsideproblematikk i disse markedene kunne utgjøre et vesentlig problem, og hvor innsideproblemene ikke kunne håndteres gjennom børsens regelverk alene. Dette til forskjell fra regler om markedsmanipulasjon, hvor det ble ansett å foreligge grunner for å regulere dette gjennom lov. Verdipapirhandelloven ble etter offentlig høring senere endret i tråd med dette.

Implementeringen av EUs markedsmisbruksdirektiv har brakt opp dette spørsmålet på nytt. Markedsmisbruksdirektivet definerer at varederivater skal være finansielle instrumenter. Dermed vil den eksisterende nasjonalt baserte lovgivningen om regulering av markedsadferd for omsetning av varederivater i Norge bli erstattet av EU-lovgivning. Markedsmisbruksdirektivet vil i korthet endre lovgivningen i Norge slik at innsideregler vil gjelde for varederivatmarkeder og dermed også kraftderivatmarkedet.

¹⁸ Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) "Om lov om endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (regulering av handel med varederivater)"

Kredittilsynet og markedsovervåkningen på Nord Pool er i ferd med å avslutte arbeidet med å kartlegge hvilken virkning endringene i verdipapirhandelloven som følge av implementeringen av markedsmisbruksdirektivet i Norge, kan tenkes å få i kraftderivatmarkedet og i CO₂-kvotederivatmarkedet. I hovedsak synes det som om markedsregulering ikke vil bli vesentlig endret, men at Kredittilsynets rolle og deltakelse i håndhevelsen av eventuelt uønsket markedsadferd i disse markedene vil forsterkes.

Kommentarer til Finansinspektionens (FI) rapport

Kredittilsynet vil ikke generelt kommentere forskjeller i forståelse av hvordan kraftmarkedet fungerer, og hvilken rolle kraftderivatmarkedet spiller i kraftmarkedet. Kredittilsynets vurdering av viktigheten av markedsimperfeksjoner i kraftderivatmarkedet og hvordan disse skal håndteres avviker imidlertid i betydelig grad fra FIs vurderinger.

Innsidehandel

Innsidehandel i produkter notert på Nord Pool er nå regulert gjennom Nord Pools regelverk. I løpet av kort tid vil innsidehandel i disse produktene også bli regulert gjennom den norske verdipapirhandelloven som en tilpasning til EUs markedsmisbruksdirektiv. Kredittilsynet anser at aktørene i kraftderivatmarkedet er profesjonelle aktører. Kraftderivatmarkedet anses tilstrekkelig likvid til at alle kraftderivatkontrakter handlet i OTC-markedet normalt vil ha en pris direkte relatert til produkter notert på Nord Pool. Eventuelle arbitrasjemuligheter mellom de enkelte produkter og markedssegmenter vil da bli identifisert og eliminert av markedsaktørene. Kredittilsynet har foretatt undersøkelser som indikerer at dette er tilfelle. Aktører som er villig til å selge kontrakter, for eksempel billigere i OTC-markedet enn i børsmarkedet, vil i så fall gi bort penger nærmest gratis. Omfattende arbitrasjehandel anses å være lite trolig, tatt i betraktning at kraftderivatmarkedet anses å kun bestå av profesjonelle aktører. Et unntak er om markedsaktørene ønsker å påvirke kraftderivatprisene i de noterte produktene på Nord Pool. Dette vil i så fall kunne stride mot reglene om markedsmanipulasjon.

FI antyder at andelen finansielle markedsaktører er ubetydelig. Kredittilsynets undersøkelser viser at ca. 1/3 av omsatt volum på Nord Pool har en finansiell aktør som motpart på minst den ene siden i derivatkontrakten. Finansielle markedsaktørers andel av handelsvolumet må derfor anses som betydelig. Finansielle aktører antas å vurdere avkastning og risiko i kraftderivatmarkedet i forhold til finansplasseringer i andre finansmarkeder. Disse aktørene har ikke tilknytning til det fysiske kraftmarkedet og kan således normalt ikke sitte med innsideinformasjon om det underliggende fysiske markedet. De finansielle aktørene i det nordiske kraftderivatmarkedet omfatter bl.a. større internasjonale finansinstitusjoner, med betydelig handel og innsikt i mange varederivatmarkeder og finansmarkeder for øvrig. Deres andel av handelen i det nordiske kraftderivatmarkedet skulle tilsi at de ikke anser innsidehandel eller andre former for markedsimperfeksjoner knyttet til det fysiske kraftmarkedet for å utgjøre et så vesentlig risikoelement at de ikke vil delta i markedet.

FI anser at kraftderivatprisene kan være manipulert gjennom innsideinformasjon, slik at prisen til sluttbruker blir kunstig høy. Kredittilsynet anser at det er liten tvil om at kraftderivatprisen i stor grad er et estimat på framtidige kraftkontraktpriser, og at denne prisen dermed vil være et godt estimat på framtidig verdi på den fysiske kraftkontraktporteføljen til den enkelte aktør i kraftmarkedet. En vannkraftprodusent kan for eksempel benytte kraftderivatprisen som grunnlag for vurdering av hvilket kjøremønster produsenten bør

benytte, for å kunne optimalisere verdien i forventet framtidig vannmagasinivolum. Kraftprodusentene samlet sett kan dermed få feil indikasjoner på sitt uttak av magasinivolum, noe som vil innvirke på prisen i det fysiske kraftkontraktmarkedet, og dermed også på sluttbrukerprisene. Tapping av vannmagasin er imidlertid i denne sammenheng en svært langsiktig prosess. En aktør med innsideinformasjon i kraftderivatmarkedet ville dermed måtte utnytte sin innsideposisjon over lang tid for at endringer i uttak fra vannmagasiner skal gi vesentlig innvirkning på prissettingen i det fysiske markedet. Dette er mindre trolig, noe som tilsier at eventuelle innsideproblemer i kraftderivatmarkedet vil være begrenset til kraftderivatmarkedet, og således ikke ha nevneverdig innvirkning på prisen til kraftforbruker. Det er imidlertid konstatert at større markedsaktører, og da særlig kraftprodusenter, i noen grad kan påvirke den fysiske kraftkontraktpriisen direkte, uten at kraftderivatmarkedet er involvert. De nordiske konkurransetilsynene har fått gjennomført undersøkelser som tilsier at dette er mulig¹⁹. Arbeids- og administrasjonsdepartementet har også fått utarbeidet en rapport om mulig misbruk av markedsrett i kraftmarkedet²⁰. Konkurransetilsynet i Norge har på dette grunnlag utviklet et eget overvåkningssystem for å kunne avsløre slik prispåvirkning²¹.

FI anser at et vesentlig innsideproblem er knyttet til at markedsaktørene i kraftmarkedet har samme handelslokaler for kraftderivatkontrakthandel, fysisk kraftkontrakthandel og fysisk krafthandel. Det anses som et betydelig innsideproblem at det ikke kreves et fysisk skille mellom disse markedsmiljøene, slik som kreves i handel med aksjer hvor corporate-virksomhet og aksjehandelsvirksomhet, dersom disse to virksomhetene skal drives i samme foretak, kreves skilt i to atskilte miljøer. Kredittilsynet anser at det foreligger markedsspesifikke forhold i kraftmarkedet som tilsier at handelen ikke kan skilles i separate miljøer, på samme måte som i aksjemarkedet. Kraftderivatene er sikringsinstrumenter for de fysiske kraftkontraktene. En av suksessfaktorene i det nordiske kraftmarkedet er at det er mulig å ha en effektiv prissikring med kraftderivatkontraktene. Det er vanskelig å tenke seg hvordan det vil være mulig å skille handelen med kraftderivater fra handelen med fysiske kraftkontrakter, så lenge kraftderivatkontraktene er sikringsinstrumenter for de fysiske kraftkontraktene, og som for kraftprodusenter og kraftleverandører således naturlig handles samtidig og i et fast forhold til hverandre. Tilsvarende handles fysiske kraftkontrakter i et fast forhold til den fysiske leveringen. Det er således like utenkelig å skille de to prosessene. Handel i det fysiske kraftmarkedet, det fysiske kraftkontraktsmarked og kraftderivatmarkedet må anses som en og samme prosess. Dersom disse skilles i et eller begge ledd, synes det vanskelig å få et fungerende kraftmarked og dermed kraftderivatmarked. I andre land er problemet med de tre sammenkoblede markedene forsøkt løst på flere forskjellige måter. En løsning har vært at kraftderivatkontraktmarkedet og markedet for fysiske kraftkontrakter handles i ett marked. Derivatkontraktene har dermed fysisk levering. Det er også gjort forsøk på å ha et felles marked for både fysisk levering og fysiske kraftkontrakter. Felles for disse løsningene er at det ikke har vært mulig å opparbeide tilfredsstillende likviditet i markedene, og at det oppstår imperfeksjoner i markedet som gjør derivathandel vanskelig. Kraftmarkedet har i slike modeller liten eller ingen knytning til det øvrige finansielle markedet, og må således anses som et mindre effektivt marked enn det nordiske.

Aktørene i kraftmarkedet kan likevel selv se fordelene med å skille handel i det fysiske kontraktmarkedet og kraftderivatmarkedet. En grunn kan være at aktøren ikke ønsker å

¹⁹ Konkurransetilsynet, Konkurrentverket, Konkurransetilsynet, Samkeppnisstofnun og Kilpailuvirasto (2003) "A Powerful Competition Policy"

²⁰ Bye, von der Fehr, Riis og Sørgard (2003) "Kraft og makt"

²¹ Norges vassdrags- og energidirektorat - "Overvåkning av markedsrett i kraftmarkedet" (http://www.konkurransetilsynet.no/archive/internett/vedlegg/eksterne_rapporter/R-2003-117%20Overvåkning%20av%20markedsrett%20i%20kraftmarkedet.pdf)

komme i en innsidesituasjon hvor det ikke er mulig å handle. En annen grunn kan være at aktøren ikke ønsker å komme i en posisjon hvor det kan reises tvil om innsidehandel er foretatt.

Børsens regelverk regulerer hva som anses som innsideinformasjon i kraftmarkedet, og hvordan denne informasjonen skal tilføres børsens øvrige medlemmer. I de tilfeller hvor medlemmene kommer i en innsideposisjon praktiseres handelsforbud. Nord Pool har egne rutiner for undersøkelser av misbruk av innsideinformasjon fra det fysiske kraftmarkedet i det fysiske kraftkontraktmarkedet og i kraftderivatmarkedet. I henhold til rutinene vil Nord Pool Markedsovervåkning (NPM) alltid undersøke alle handler foretatt av medlemmet i kraftderivatmarkedet i et aktuelt tidsrom før og etter innsidesituasjonen, dersom det er mistanke om brudd på innsidereglene. Dersom handelen i kraftderivatmarkedet indikerer at medlemmet har foretatt handler eller meldt kontrakter til oppgjør gjennom NPC som tilsier at medlemmet har utnyttet sin innsideposisjon, vil NPM iverksette nærmere undersøkelser overfor dette medlemmet. Markedsaktørene er godt kjent med NPMs aktivitet, og det er hittil ikke påvist noen tilfeller som tilsier at innsideinformasjon er benyttet til å ta gunstige posisjoner i kraftderivatmarkedet. NPMs rutiner omfatter også overvåkning av om det har forekommet en innsidesituasjon som medlemmet burde ha varslet om, men som likevel ikke er varslet. Heller ikke her er det avslørt situasjoner hvor dette kan anses å være et problem for kraftderivatmarkedet.

Det har imidlertid forekommet flere brudd på informasjonsplikten, uten at det er påvist at medlemmet har hatt en økonomisk gevinst ved dette. I de tilfeller hvor NPM har kunnet påvise dette har Nord Pool gjennomført tiltak overfor medlemmet.

Markedsmanipulasjon

FI har ensidig satt søkelyset på innsideproblematikk som den viktigste årsaken til markedsimperfeksjon i kraftderivatmarkedet. Kredittilsynet anser markedsmanipulasjon for å være den vesentlige utfordringen i reguleringen av kraftderivatmarkedet. Undersøkelser som er foretatt²², viser at markedsmanipulasjon er mulig, og praksis viser at enkelte markedsaktører har vært villige til å benytte seg av muligheten. NPM har ved flere anledninger foretatt undersøkelser hvor det har vært mistanke om markedsmanipulasjon. Nord Pools og NPCs regelverk gir NPM anledning til å undersøke alle medlemmenes handler, uavhengig av om handlene er foretatt på børs eller i OTC-markedet, så lenge NPM har mistanke om at medlemmene har manipulert prisene i de noterte produktene på Nord Pool.

En sak ble undersøkt først av NPM og siden av Kredittilsynet vedrørende handel i perioden rundt påsken 2002. Kredittilsynet fikk henvendelser fra flere hold om at prisene i noen av produktene i kraftderivatmarkedet kunne være manipulert. Kredittilsynet valgte da å be NPM om å foreta undersøkelser i denne sammenheng. I korthet gikk saken ut på at det var mistanke om at aktører i kraftderivatmarkedet hadde tatt posisjoner i dette markedet for så å forskyve volum ulovlig fra det fysiske kraftkontraktmarkedet og over i det fysiske kraftmarkedet (balansekraftmarkedet). Lavere tilbudt volum i spotmarkedet vil gi høyere spotmarkedspris, og spotmarkedsprisen ville således bli høyere enn markedssituasjonen skulle tilsi. Siden spotmarkedsprisen er referansepris i kraftderivatmarkedet ville prisene i kraftderivatmarkedet bli påvirket og således være manipulert. Undersøkelsene avdekket ikke noen form for

²² Econ-rapport nr 90/02 (2002) "Kan samspillet mellom fysisk og finansielt marked utnyttes?"

markedsmanipulasjon. Saken viste imidlertid at de forskjellige delmarkedene i kraftmarkedet er tett sammenvevd, og at det i mange sammenhenger er nødvendig med data fra alle delmarkedene i kraftmarkedet for å kunne foreta tilstrekkelige undersøkelser av markedsmanipulasjon. Systemoperatørene i Norden opererer det fysiske kraftmarkedet. Nord Pool ved NPM og systemoperatørene har derfor inngått en avtale om utveksling av nødvendige data for undersøkelser av handel foretatt av børsens og oppgjørssentralens medlemmer.

NPM oversendte i 2003 en annen sak vedrørende Morgan Stanley (MS) til Kredittilsynet for nærmere undersøkelse. I korthet gikk saken ut på at MS hadde tatt posisjoner i opsjonsmarkedet for så å manipulere prisen i den underliggende forwardkontrakten, slik at handelen totalt ga MS en gevinst. Etter gjennomgang av saken anmeldte Kredittilsynet saken til politiet ved Økokrim i Norge. Økokrim valgte å ikke ta inn saken av ressursmessige hensyn. Kredittilsynet valgte dermed å offentliggjøre saken²³, og å gi MS kritikk for foretakets handlemåte i kraftderivatmarkedet.

En tredje sak vedrørende handel i CfD-kontrakter i Danmark og Sverige undersøkte Kredittilsynet på eget grunnlag påstander fra markedsaktører i kraftderivatmarkedet. Påstanden var at aktører i Tyskland gjennom sin kunnskap om egen produksjonsplan kunne påvirke prisene på CfD-kontrakter i Sverige og Danmark. Hvis de samme aktørene tok posisjoner i CfD-kontrakter i forkant av produksjonsendringer kunne aktørene tjene urettmessig på dette. Undersøkelsene viste at ingen markedsaktører hadde hatt posisjoner som skulle tilsi slik gevinst, i markedet i det aktuelle tidsrommet. NPM har for samme tidsrom gjort tilvarende undersøkelser i det fysiske kraftkontraktmarkedet både med tanke på prismanipulasjon og med tanke på misbruk av markedsrett. De relevante nasjonale konkurransemyndigheter har her vært involvert.

Konklusjon

Kredittilsynet er i likhet med Finansinspektionen i Sverige opptatt av innsidehandel i kraftderivatmarkedet. Finansinspektionen er bekymret for at slik innsidehandel preger kraftderivatmarkedet og påvirker prisen til strømforbrukerne. Kredittilsynet anser at den norske reguleringen med tilsyn med kraftderivatmarkedet gjennom Nord Pool og NPC er hensiktsmessig for kraftderivatmarkedet. Nord Pool synes å ha en markedsovervåkning med adekvat oppfølging av innsidehandel, og andre relevante forhold, som for eksempel markedsmanipulasjon. Kredittilsynet deler ikke FIs oppfatning om at innsidehandel i kraftderivatmarkedet kan ha vesentlig innvirkning på prisene til strømforbrukerne.

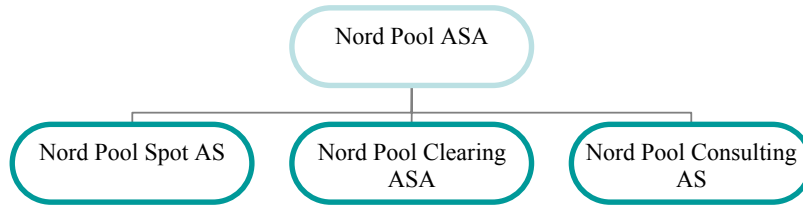
Det nordiske kraftmarkedet har en markedstilpasset design. Denne designen synes å være avgjørende for at det nordiske kraftmarkedet, inklusive kraftderivatmarkedet, må anses som et effektivt marked, sett fra et samfunnsøkonomisk synspunkt. De fleste noterte produktene på Nord Pool synes å ha tilstrekkelig likviditet, og prisene på Nord Pool må således anses å gjenspeile den reelle markedsverdien for de noterte produktene. Regulering av kraftderivatmarkedet må tilpasses dette markedet for at reguleringen skal være hensiktsmessig.

²³ Rapport fra Kredittilsynet (8. november 2002): "REPORT FROM INVESTIGATION OF MORGAN STANLEY IN RELATION TO SALES OF FWYR-03 AT NORD POOL POWER EXCHANGE DECEMBER 2002"

KGO-8.0

Bilaga 4 Beskrivning av Nord Pool

Organisation



Figur 1 Organisation av Nord Pool (källa: www.nordpool.com)

Hanteringen av den finansiella elmarknaden är inte organiserad i ett eget bolag som spothandeln och clearingen är, utan utgör en avdelning inom moderbolaget Nord Pool ASA¹.

Marknadsövervakningen är gemensam för den fysiska och finansiella elmarknaden, och utgör stabsenhet inom Nord Pool ASA.

Nord Pool ASA har två mycket kapitalsäkra ägare i statliga Statnett och Svenska kraftnät. Det egna kapitalet uppgår till NOK 471 mill.

Styrning

Nord Pool ASA, moderbolaget i gruppen, ägs till vardera 50 procent av Statnett och Svenska kraftnät. I styrelsen sitter tre ägarrepresentanter från de två TSO, varav en är ordförande, två representanter från moderbolaget Nord Pool ASA och två representanter från finansiella traditionella värdepappersbolag.

Nord Pool har även etablerat två rådgivande grupper, marknadsrådet och produktgruppen. Marknadsrådet presenteras som Nord Pools rådgivande församling för alla aktiviteter på den nordiska elbörsen. Den består bl.a. av traders inom elderivat. Marknadsrådet rapporterar till Nord Pool ASA:s styrelse, genom representanter från Nord Pool. Rådet har bl.a. för ett antal år sedan tagit fram Nord Pools etiska riktlinjer.

¹ Nord Pool ASA, Statnett SF, Affärsverket svenska kraftnät och Fingrid Oyj äger vardera 20 procent av Nord Pool Spot AS, medan Eltra amba och Elkraft System amba äger vardera 10 procent. Nord Pool Clearing ASA ägs till 100% av Nord Pool ASA.

Nord Pool har också tre produktgrupper, en för vardera den fysiska och den finansiella handeln och en för clearingen. Produktgruppen för den finansiella marknaden är rådgivande i frågor som kräver mycket goda kunskaper om marknaden, och gruppen träffas fyra gånger per år. Nyckelfrågor för gruppen är att utveckla den finansiella elmarknaden genom rätta produkter, tjänster och börsregler så att marknaden så långt det går är anpassad till marknadens och dess aktörers behov samtidigt som börsens integritet, neutralitet och säkerhet upprätthålls.

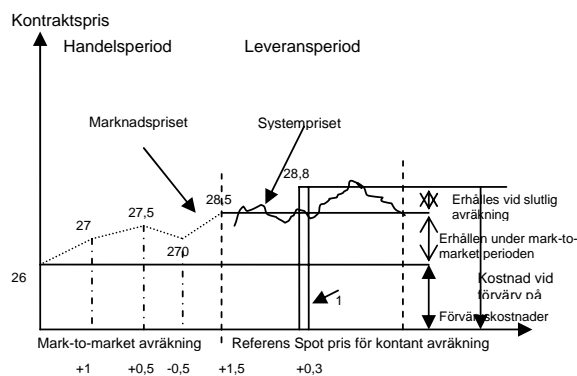
Produkter

Med derivat avses finansiella instrument vars värde beror på en underliggande varas utveckling. För de derivat som handlas på Nord Pool är spotpriset på Nord Pool den underliggande varan, förutom för optionerna, där den underliggande varan är sk forwards. Avveckling av derivat på Nord Pool sker finansiellt, d v s utan fysisk leverans av den underliggande varan. Följande derivat handlas på Nord Pool:

Kommentar [e1]: ...och så en tredje gång

- Futures - Vid handel med futureskontrakt sker daglig beräkning och inbetalning/-utbetalning av kontraktets under- respektive övervärde i förhållande till marknadspris (systempriset), både under handelsperioden och leveransperioden. Futures handlas som dags- och veckokontrakt för leverans vid en viss dag eller en viss vecka.

Spot referenspris:	Systempris
Valuta:	EUR
Tick-storleken ² :	0.01 EUR/MWh
Kontraktsvolym:	1MW

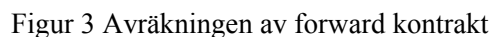


Figur 2 Avräkning av futures kontrakt

- Forwards - Vid handel med forwardkontrakt sker daglig beräkning av garantikrav i förhållande till kontraktets under- respektive övervärde i

² Tick-storleken är den minimala möjliga prisförändringen

Spot referenspris:	Systempris
Valuta:	EUR
Tick-storleken:	0.01 EUR/MWh
Kontraktsvolym:	1MW



- | | |
|-------------------------------|--|
| Spot referenspris: | Skillnaden mellan områdespris och systempris |
| Valuta: | EUR |
| Tick-storleken ³ : | 0.01 EUR/MWh |
| Kontraktsvolym: | 1MW |

³ Tick-storleken är det intervall med vilket priset i produkten ändras.

Norge	ΔP = Oslo områdes pris minus Systempris
Sverige	ΔP = Stockholm områdes pris minus Systempris
Finland	ΔP = Helsinki områdes pris minus Systempris
Danmark Väst	ΔP = Århus områdes pris minus Systempris
Danmark East	ΔP = Köpenhamn områdes pris minus Systempris
Tyskland	ΔP = EEX Germany Phelix Base - Nord Pools systempris

Avgifter

I de följande tabellerna jämförs kostnaderna för börsmedlemskap samt handel för Nord Pool och EEX som största kontinentala elbörs.

Tabell 1 Medlemsavgifter på Nord Pool och EEX

	Nord Pool ⁴	EEX ⁵
Inträdesavgift		
Börsmedlemskap El:	7.500 €	12.500€ utan Moms
Börsmedlemskap Elcertifikat	None	Handlas ej
Börsmedlemskap båda marknader:	7.500€	
EUA		
Årlig avgift		
Börsmedlemskap El	13.500€	12.500€
Börsmedlemskap Elcertifikat	2.000€	
Börsmedlemskap båda marknader:	15.000€	
EUA	Exchange Member and Clearing Member/ Client Representatives 3.000€ Clearing Client* 1.500 € Small Clearing Customer 400€ Internal Portfolio 500€	

*All existing members on the power market have free annual fee in the Elcertificate market.

Även om siffrorna inte är helt lätta att analysera utan att veta fördelningen på optionspremier på de två börserna så är dock intrycket att det är betydligt billigare att handla på Nord Pool jämfört med EEX.

Tabell 2 Handelsavgifter på Nord Pool och EEX

Produkt	Nord Pool	EEX
---------	-----------	-----

⁴ Enligt gällande prislista, från 1. januari 2006.

⁵ Enligt gällande prislista, från 1 november 2005.

Futures	0,0035 €/MWh	0,02 €/MWh
Forwards	0,0035 €/MWh	0,02 €/MWh
Options	0,0035 €/MWh (max 10 % of the premium)	0,005 (0,0025) ⁶ €/MWh
Utsläppsrättigheter	Handelsavgift (Initiator/Aggressor): Spot 0.0/0.010 Forward 0.0/0.005 Clearing fees: Cleared volume in most recent quarter Level 1: 0 – 1 mill tCO2 0.010 0.011 Level 2: 1 – 2.5 mill tCO2 0.007 0.008 Level 3: > 2.5 mill tCO2 0.005 0.006 Small clearing customer Independent of volume 0.030	0.004€/EUA
Elcertifikat	1,00 SEK/ECS	

Säkerhetskraven på Nord Pools finansiell marknad:

Nord Pools clearingverksamhet innebär att Nord Pool Clearing går in som kontraktsmotpart i finansiella elhandelskontrakt. Härigenom minskas den finansiella risken för parterna till transaktionen. För clearingtjänsterna tar Nord Pool ut en clearingavgift. Parterna är skyldiga att ställa säkerhet utifrån aktuell portfölj som täcker den risk som Nord Pool tar genom att agera motpart. Säkerhetskraven (**collateral call**) delas upp i ett grundsäkerhetskrav (Initial margin, additional margin) som måste uppfyllas innan en aktör överhuvudtaget får handla (**Collateral Call**) och ett dagligt säkerhetskrav som bestäms av skillnaden mellan kontraktets ursprungliga pris och dess aktuella värde. Grundsäkerhetskraven för clearing members är minst 1,000,000 NOK eller mer och bestäms av Nord Pool. För en client representative är grundsäkerhetskravet minst 500,000 NOK.

Utöver de rena handelskostnaderna uppstår kostnader för mjukvara respektive tillgång till respektive börsens elektroniska handelssystem. Detta är dock inte absolut nödvändigt, man kan också ringa in sina uppdrag via telefon.

⁶ Det högre priset gäller optioner med en optionspremie av 0,15 €/MWh och mera.

Bilaga 5 Översikt av den vetenskapliga litteraturen

El- och råvarumarknader

Organiserade råvarumarknader existera sedan 1848 och har genomgått intensiva analyser. Mer och mer utvecklade statistisk-ekonometriska metoder har använts och slutsatsen verkar vara att många av dessa marknader inte är effektiva. Senare studier kommer ofta fram till att marknaden inte är effektiv i det korta loppet men är effektiv i det långa loppet. Resultaten är dock blandat och talar mer mot än för att marknaderna är effektiva. På elmarknaden har det utförts studier både internationellt, särskilt på dem amerikanska elmarknaderna, och på Nord Pool. I dem amerikanska studierna är resultaten blandade, beroende också på tidsperioden i undersökningen och inga klara slutsatser kan dras, dock lutar flertalet av resultaten mot att förkasta marknadseffektiviteten med enstaka undantag. Tre studier av marknadseffektiviteten på Nord Pool som vi är medveten om har genomförts. Den ena förkasta hypotesen om marknadseffektivitet, medan den andra hävdar att det klassiska marknadseffektivitetskonceptet inte är användbart på elmarknaden. Bortser vi från resonemanget om marknadseffektivitet förkastar studien också hypotesen att Nord Pool är en effektiv marknad. Den tredje studien drar slutsatsen att prissättningen på Nord Pools finansiella marknader har brister. Sammanfattningsvis kan vi fastställa att Nord Pool inte är sämre, kanske till och med bättre än andra råvarumarknader.

I detta kapitel analyseras en del av litteraturen om marknaders effektivitet, utan krav på fullständighet. Först ger vi en selektiv översikt av litteratur angående råvarumarknaden för att sedan gå över till att presentera resultat från olika studier av elmarknaden i allmänhet och den nordiska elmarknaden i synnerhet. Studierna använder i stor utsträckning mer eller mindre avancerade statistisk-ekonometriska metoder som vi dock i det följande inte kommer att gå in närmare på. Kointegrationstester¹ samt tester om forwardspriset är en unbiased² (icke-snedvriden) prognos för kassapriset för råvaru- och elmarknader visar ofta att terminsmarknaden är effektiv i det långa perspektivet, men inte i det korta även om man släpper antagandet om riskneutralitet och introducerar en riskpremie. Rutinmässig förkastar man hypotesen att terminspriset är en unbiased skattning av det framtida kassapriset. För en översikt av litteraturen angående denna hypotes se Engel (1996). Vanligtvis saknas det dock förklaringar varför det förhåller sig så.

¹ Två tidsserier sägs vara kointegrerade om de följer en gemensam underliggande trend. Olika tester har utvecklats för att testa detta. Förenklat kan man säga att om kassa- och terminspriset är 1:1 kointegrerade så kan marknaden sägas vara effektiv.

² Unbiased i detta samband betyder att terminspriset i genomsnitt prickar in kassapriset, ger alltså inte en alltid för hög eller alltid för låg prognos av det framtida kassapriset.

Futures på Råvarumarknader

Organiserade råvarubörser existerar sedan 1848 (CBOT) och har studerats noggrant. För en översikt av litteraturen om marknadseffektivitet Kellard et. al.(1999) undersöker effektiviteten och säsongseffekter på marknaden för grisar, marknaden för nötkreatur samt marknaden för uppvärmningsolja. Alla tre marknader kännetecknas av låg effektivitet och mer eller mindre starkt säsongsberoende. Antagandet av marknadseffektivitet håller nästan aldrig på dessa marknader. Marknaden för nötkreatur klassificeras som extremt ineffektiv. Antoniou och Forster (1994) analyserar den kortsiktiga och den långsiktiga effektiviteten för spot och futures på London Commodity Exchange (sedan 1996 sammanslagen med Liffe) för kaffe och kakao och finner att marknader är ineffektiva framförallt i det korta loppet. Serletis (1992) analyserar 129 terminskontrakt på olika energislag och finner att volatiliteten och handelsvolymen växer ju närmare lösendagen man kommer.

Studier på Elmarknader

Elmarknader är betydligt yngre än råvarubörser och är ett resultat av 90-talets avregleringsvåg. Idag finns fungerande elmarknader i de flesta västeuropiska länderna samt i bl.a. Polen, Australien och USA. Nord Pool är den äldsta elbörsen och grundades som en norsk elbörs 1993 (Statnet Marked AS) och blev en nordisk elbörs 1996 genom att Svenska Kraftnät gick in som delägare. År 1998 anslöt sig Finland, 1999 följde västra Danmark och 2000 anslöt sig östra Danmark till Nord Pool. Elmarknaden skiljer sig från övriga marknader genom att den underliggande varan inte är lagringsbar, eller bara i begränsad utsträckning, dock gäller det inte till 100 % för den nordiska marknaden, eftersom en stor del av produktionen utgörs av vattenkraft som kan sparas i magasin och, viktigare, regleras relativt lätt.

Internationella studier

Vi kan skilja ut två typer av internationella studier, för det ena studier på de europeiska elmarknaderna med framförallt en europeisk integrationsaspekt och amerikanska studier med en mer generell analys av marknadseffektiviteten på amerikanska elmarknader och kontrakt handlade på NYMEX.

Bower (2002) studerar råkraftspriser på flera europeiska elmarknader inklusive Norden till slutet av 2001 för att bedöma utvecklingen mot en gemensam europeisk elmarknad samt för att identifiera återstående ineffektiviteter. Han kommer fram till att en viss konvergens verkar pågå, särskilt mellan Tyskland och Danmark samt inom Norden, att marknaden är ineffektiv eftersom producerande/vertikalt integrerade bolag utövar marknadsmakt. Därför rekommenderas EU-kommissionen att verka för att bryta upp dominerande el-producerande företag i mindre enheter istället för att stödja utökad transmissionskapacitet. Boisseleau (2004) använder regressions- och korrelationsanalys och kommer fram till att integrationsgraden av de europeiska marknaderna är låg och att priserna förutom de Nordiska inte innehåller en

enhetsrot. Arciniegas et. al. (2003) undersöker de amerikanska elmarknadernas effektivitet och finner att Pennsylvania/New Jersey/Maryland (PJM) och Kaliforniens elmarknader är mera effektiv än New Yorks. Effektivitet har växt med marknadernas mognad. Shawky et. al. (2003) undersöker elspotpriser och elterminspriser med leverans till gränsen Kalifornien-Oregon på Nymex och deras statistiska egenskaper. Baserad på daglig data från 1998 till 1999 finner man att många karakteristika kan sägas vara i det stora hela förenliga med marknadseffektivitet. Samtidigt skattar man riskpremien för sexmånaders terminskontrakter till 0,1328 % per dag eller ungefär 4 % per månad. Denna riskpremie känns ändå rätt så hög med 48% per år, jämförd med ca 5% på aktiemarknaden och skulle kunna ifrågasätta marknadseffektiviteten. Avasar och Gulag (2001) studerar marknadseffektiviteten på Pennsylvanias, New Jersey-Maryland (PJM)-området och Kalifornien handlade på NYMEX och kan inte förkasta EMH³ för delperioden juli 1998-mars 1999, dock inte för hela tidsperioden, samtidigt hittar man stora inlärningseffekter hos aktörerna. Walls (1999) använder Serletis metod för att undersöka mognadseffekter på elterminer på NYMEX och kommer fram till att dessa effekter är starkare på elmarknaden än på andra energislag såsom råolja, dvs. säga att aktörerna på elmarknaden lär sig snabbt och marknaden blir effektivare med tiden.

Armstrong och Galli (2005) studerar elspotpriserna på flera europeiska börser och utvecklingen av prisskillnaderna mellan olika elbörser över tiden och kommer fram till att en konvergensprocess pågår. Zachmann (2005) hittar en priskonvergens under perioden 2002-2004 mellan de nederländska och de tyska elpriserna men inte mellan de östdanska och tyska priserna och drar slutsatsen att det är nödvändigt att göra sig av med flaskhalsar i den fysiska överföringskapaciteten för att uppnå en integration av den europeiska elmarknaden.

Studier av Nordpool

Byström (2003) analyserar kassa- och terminsprisernas statistiska och fördelningsegenskaper. Han kommer fram till att traditionella enkla prissäkringsmodeller är ungefär lika effektiva som mera avancerade modeller. Prissäkring (Hedging) på Nord Pool kräver alltså inte några mera avancerade modeller än på andra finansiella marknader trots att den underliggande varans egenskaper skiljer sig markant från andra finansiella tillgångar och råvaror. Gjolberg och Johnsen (2001) genomför en empirisk studie på kassa- och terminsmarknaden från oktober 1994 till januari 2001 och kommer fram till att marknaden inte är effektiv. Detta baseras på upptäckten av att prognosfelet för forwards gällande framtida kassapriser är så stort att detta inte kan förklaras med existensen av en riskpremie i marknaden. Resultatet förklaras av författarna delvis med att marknaden då var tämligen ung och delvis med att marknaden styrs av hemmagjorda modeller. Om vi uppfattar författarna rätt så innebär detta att är

³ EMH=Efficient Market Hypothesis

dessa modeller tämligen likadana och systematisk avvikande från det framtida spotpriset. Detta borde innebära att det finns eller fanns möjligheten för finansiella aktörer att tjäna pengar med mera sofistikerade modeller. Detta kan antagligen ha varit en bidragande orsak till att locka Enron och andra finansiella aktörer till den nordiska marknaden. Deng (2005) undersöker marknadseffektivitet på Nord Pool september 1995-juli 2002 och kritiserar Gjolberg och Johnsens metod. Veckovisa kassa- och terminspriser är kointegrerade men det klassiska marknadseffektivitetskonceptet är inte användbart på Nord Pool eftersom marknaden primärt utgörs av lagringsbar vattenkraft. Han hävdar att det vanliga effektivitetskonceptet inte är anpassat till elmarknaden. Slutsatsen kan dock sägas var omtvistad.

Kristiansen (200x) jämför prissättningen för säsong-forwards med månadsforwards och kommer fram till att det finns brister i effektiviteten i prissättningen. Prissättningen är mera effektiv för årskontrakt konstruerad med hjälp av säsongskontrakt. Huvudorsaken till dettas anses vara att marknaden är omogen

Slutsatser

Av denna litteraturöversikt kan vi dra flera slutsatser. För det första beror mycket av resultaten och därmed bedömningen av marknadseffektiviteten på valet av ekonometrisk metod. Här har det skett en utveckling mot alltmera avancerade tekniker, som påverkar resultaten och kasta tvivel över tidiga studiers resultat. Vi kan alltså utgå ifrån att det finns vissa mätproblem. Mera avancerade metoder tenderar till att bekräfta marknadseffektiviteten medan enklare metoder förkastar den. För det mesta förkastas dock hypotesen att terminspriset är en icke-snedvriden skattning av det framtida kassapriset. För det andra verkar råvarumarknader, energimarknader inklusive elmarknaden ändå inte vara särskilt effektiva. Här är det dock viktigt att skilja mellan kortsiktig och långsiktig effektivitet, i det långa loppet verkar marknadseffektivitet råda, medan avvikelser i det korta loppet är mera regeln än undantaget. Dock har vi inte kunnat hitta studier som skiljer mellan tidsperspektiven för elmarknaderna. För det tredje finner vi ett resultat som är gemensam för råvaru- och energimarknaderna är att volymerna är större i korta än i långa kontrakt. För det fjärde kan vi fastställa att marknadens mognad hänger ihop med marknadens effektivitet och att aktörer på elmarknader verkar lära sig snabbare än på t ex råoljemarknaden.

Referenser

- Avsar, S. Gulay, Goss, Barry A., 2001, Forecast Errors and Efficiency in the US Electricity Futures Market, Australian Economic Papers, 40(4), 479-99.
- Byström (2003), Hedging performance of electricity futures on the Nordic power Exchange.
- Deng, Daniel 2005, Market efficiency at the Nord Pool power Exchange, Licentiat Avhandling, Nationalekonomiska Institutionen vid Göteborgs Universitet.
- Engel, Charles, 1996, The forward discount anomaly and the risk premium: A survey of recent evidence, Journal of Empirical Finance, 3(2), 123-192.

- Fama, Eugene, 1970, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance* 25 (2), 383-417.
- Fama, Eugene, 1991, Efficient Capital Markets II, *Journal of Finance*, 46(5), 155-1617.
- Gjolberg, Ole och Thore Johnsen, 2001, Electricity futures: inventories and price relationships at Nord Pool.
- Kristiansen, Tarjei, 200x, Pricing of monthly forward contracts in the Nord Pool market, *Energy Policy*, in press.
- Longstaff, Francis A. och Wang, Ashley W, Electricity Forward Prices: A High-Frequency Empirical Analysis. *Journal of Finance* 59(4), 1877-1900.
- Kellard, Neil, Newbold, Paul, Rainer, Tony och Christine Ennew, 1999, The relative efficiency of commodity futures markets, *Journal of Futures Markets*, 19(4), 413-432.
- Serletis, Apostolos, 1992, Maturity effects in energy futures, *Energy Economics*, 14(2), 150-157.
- Shawky, Hany A.; Marathe, Achla; Barrett, Christopher L, 2003, A First Look at the Empirical Relation between Spot and Futures Electricity Prices in the United States, *Journal of Futures Markets*, 23(10), 931-55.
- Walls, W. David 1999, Volatility, Volume and Maturity in Electricity Futures, *Applied Financial Economics*, 9(3), 283-87.
- Zachmann (2005), Convergence of electricity Wholesale Prices in Europe? A Kalman Filter Approach, DIW Discussion paper 512.

Bilaga 6

DEN FINANSIELLA ELMARKNADEN

Rapport till Statens Energimyndighet 2006-02-24

G Grönberg Advokatbyrå AB

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1.	INLEDNING.....	- 4 -
2.	LAGSTIFTNING, AKTÖRER OCH INSTRUMENT.....	- 5 -
3.	TRANSPARENS, INSIDERINFORMATION M M	- 23 -
4.	ÄR LAGSTIFTNINGEN ADEKVAT?.....	- 36 -
5.	MARKNADENS EFFEKTIVITET OCH FUNKTION.....	- 37 -
6.	TILLSYN OCH KONTROLLFUNKTIONER	- 40 -
7.	DEFINITION AV ELMARKNADENS INSTRUMENT	- 48 -
8.	NORSKA BÖRSREGLER KONTRA SVENSKA	- 50 -
9.	INFRASTRUKTURAKTÖRER	- 51 -
10.	LAGSTIFTNING OCH SJÄLVREGLERING.....	- 51 -
11.	FÖRSLAG TILL REFORMER	- 52 -

FÖRKORTNINGAR

CfD	Contracts for differences
EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet - omfattar EU:s medlemsstater och EFTA-länder
EU	Europeiska unionen
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
FI	Finansinspektionen
ISD	Europaparlamentets och Rådets direktiv 93/22/EG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster
LHF	lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
MML	lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
MAD	Europaparlamentets och Rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan
MiFID	Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument
NBK	Näringslivets börskommitté
NBL	2000-11-17 nr 80: Lov om børsvirksomhet m.m.
OTC	Over the counter
SOU	statens offentliga utredningar
UMM	Urgent Market Messages
VPHL	1997-06-19 nr 79: Lov om verdipapirhandel
VPL	lag (1991:981) om värdepappersrörelse

1. INLEDNING

Uppdraget

Regeringen beslutade i oktober 2005 att uppdra åt Energimyndigheten, Finansinspektionen och Svenska Kraftnät att analysera den finansiella elmarknaden. Analysen skall utmynna i ett förslag från Energimyndigheten om eventuella åtgärder för att förbättra effektiviteten på den finansiella elmarknaden. Uppdraget skall redovisas av Energimyndigheten den 1 mars 2006.

Vi har fått uppdrag att för Energimyndighetens räkning utreda och besvara vissa frågor rörande den finansiella elmarknaden enligt en offertförfrågan av den 29 december 2005, Bilaga. Uppdraget erhöles den 4 januari 2006 och arbetet har utförts under perioden 5 januari till 24 februari 2006.

Utredningen

Utredningens tyngdpunkt ligger på en redogörelse för och analys av det normsystem som är tillämpligt på den nordiska marknaden för elhandel. I samband med redogörelsen för och utredning av regelsystemet har vi inhämtat synpunkter om marknaden och regelverket från några av marknadens aktörer. De synpunkter som lämnats till oss av dessa aktörer redovisas inte särskilt i rapporten. De synpunkter och förslag som lämnas i rapporten som är av mer allmän, icke juridisk karaktär, bygger på våra tidigare erfarenheter av värdepappersmarknaden och den finansiella marknaden samt på de synpunkter som inhämtats av vissa aktörer.

Disposition

Läsaren av denna rapport förutsätts ha grundläggande kunskaper om den nordiska elmarknaden. Någon allmän redogörelse för den nordiska elmarknaden i stort, innefattande både den fysiska elmarknaden och den finansiella elmarknaden, lämnas inte. Rapportens disposition följer i huvudsak de frågor som ställts av Energimyndigheten.

2. LAGSTIFTNING, AKTÖRER OCH INSTRUMENT

Frågeställning: Kort beskrivning av de relevanta lagar, regler, EG-direktiv, förordningar, föreskrifter m m som finns inom det finansiella området och hur de är applicerbara på den finansiella elmarknadens aktörer, delmarknader och instrument.

2.1 Allmänt

Normsystem för den nordiska finansiella elmarknaden utgörs av offentlig- och näringsrättslig lagstiftning i de nordiska länderna, regelverket på den nordiska elbörsen för handel med elderivat, Nord Pool ASA, och clearingorganisationen, Nord Pool Clearing ASA,¹ samt andra regler som följer av frivilliga överenskommelser mellan marknadens aktörer. Vad avser tillämplig lagstiftning ligger tyngdpunkten i denna utredning på norsk och svensk rätt.

Relevant lagstiftning för den finansiella elmarknaden och dess aktörer kan delas upp i två huvudkategorier. Den första kategorin är lagstiftning som är tillämplig för samtliga aktörer på marknaden, i detta fall norsk lag, som reglerar både marknadsplatsen och de aktörer som handlar på marknadsplatsen. Den andra kategorin är den lagstiftning som gäller i aktörens hemjurisdiktion.

EG:s rättsakter påverkar i hög grad den nationella lagstiftningen. De direktiv som antas av Rådet och Europaparlamentet får genom implementering direkt tillämplighet på nationell nivå. Den finansiella elmarknaden omfattas av EES-avtalet och direktiven får härigenom genomslag inte endast i EU-länderna, utan även i Norge.

2.2 Norsk lagstiftning

Relevant lagstiftning kan delas upp i regler som styr Nord Pool och regler som styr aktörerna på denna marknad.

Lagstiftning som reglerar Nord Pool

Nord Pool är sedan 2002 auktoriserad av det norska finansdepartementet som börs² och regleras av den norska börslagen (NBL)³. NBL innehåller regler för marknadsplatsen, bl a avseende tillstånd för börsverksamhet, organisation av marknadsplatsen, styrning, noteringsregler och marknadsövervakning. NBL är tillämplig både på Nord Pool ASA och på Nord Pool Clearing ASA.

¹ Handelsplatsen, Nord Pool ASA och clearingorganisationen, Nord Pool Clearing ASA, är olika juridiska personer.

² Auktorisation meddelades i beslut av den 5 mars 2002.

³ Lov 2000-11-17-80, Lov om børsvirksomhet m.m.

Lagstiftning som styr handlarna

Handeln i finansiella instrument i Norge regleras av den norska värdepappershandelslagen (VPHL)⁴. Lagen innehåller en definition av finansiella instrument samt regler om bl a uppträdandet på marknaden, intressekonflikter (främst rörande egenhandel), samt regler om insiderinformation och marknadsmissbruk⁵.

Definitionen av finansiella instrument omfattar numera⁶, råvaruderivat, som definieras som:

”finansielle termin, opsjons- eller byttekontrakter knyttet til varer eller tjenester. En derivatkontrakt som er gjenstand for omsetning på børs eller autorisert markedsplass regnes alltid som finansiell.”⁷

Definitionen av finansiella instrument enligt norsk rätt omfattar elderivat som handlas på Nord Pool och kontrakt i utsläppsrätter. Däremot omfattas elcertifikatskontrakt inte av definitionen av finansiella instrument. Elcertifikatskontrakten faller således utanför lagens tillämpningsområde.

Lagen är tillämplig på företag som bedriver investeringstjänster, vilket innefattar exempelvis sådan verksamhet som elhandelsföretag, portföljförvaltare och mäklare bedriver inom den finansiella elmarknaden. Aktörerna på den finansiella elmarknaden omfattas dock inte av tillståndsplikten eftersom lagen undantar finansiell handel som huvudsakligen är knuten till råvaruderivat från tillståndsplikten⁸. Utländska värdepappersbolag⁹ som bedriver verksamhet i Norge på råvaruderivatmarknaden, exempelvis Nord Pool, omfattas av samma bestämmelser som norska aktörer.

2.3 Svensk lagstiftning

Svensk lagstiftning reglerar de svenska aktörernas verksamhet på den finansiella elmarknaden.

De grundläggande lagarna är lag (1991:981) om värdepappersrörelse (VPL), lag (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF) och lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med

⁴ 1997-06-19-79: Lov om verdipapirhandel.

⁵ I lagen implementerades reglerna i marknadsmissbruksdirektivet (2003/6/EG).

⁶ Ändringen trädde i kraft den 1 juli 2001.

⁷ § 1-2 VPHL.

⁸ § 1-7 VPHL.

⁹ Termen värdepappersbolag är definierad i VPL. Termen värdepappersinstitut innefattar även svenska kreditinstitut. Termen värdepappersföretag används i vissa rättsakter och andra dokument. Dessa termer används endast vid hänvisningar till dokument där de används.

finansiella instrument (MML). Företag som är värdepappersbolag omfattas även av de föreskrifter som meddelas av Finansinspektionen och som bl a avser kapitaltäckningskrav. Framställningen nedan redovisar endast den viktigaste lagstiftningen på området.

Lag om värdepappersrörelse

För att yrkesmässigt handla, förmedla eller förvalta finansiella instrument krävs enligt VPL tillstånd från Finansinspektionen (FI).¹⁰ Däremot krävs inte tillstånd om ett bolag enbart tillhandahåller de aktuella tjänsterna till andra bolag inom samma koncern (det s k koncernundantaget)¹¹. De krafthandelsbolag som enbart sysslar med handel på Nord Pool för att prissäkra den egna koncernens leveranser av fysisk el omfattas således inte av kravet på tillståndsplikt. Övriga bolag som bedriver sådan verksamhet som anges ovan på den finansiella elmarknaden är värdepappersbolag och är således tillståndspliktiga.

Tillstånd kan ges till bankinstitut, svenskt aktiebolag eller utländskt bolag som inte är bankinstitut. Förutsättning för att tillstånd skall beviljas är bl a att verksamheten kan antas komma att uppfylla kraven på sund värdepappersrörelse.¹²

Värdepappersbolagen står under tillsyn av FI. Överträder värdepappersbolag lag, författning, föreskrifter eller bolagsordning får FI förbjuda verkställighet av beslut, förelägga om att bolaget skall upphöra med verksamheten, meddela varning eller återkalla bolagets tillstånd.

Lag om handel med finansiella instrument

I LHF finns grundläggande bestämmelser om handel med fondpapper och andra finansiella instrument. Lagen riktar sig till samtliga aktörer på värdepappersmarknaden. Lagen inleds med grundläggande definitioner av begreppen finansiella instrument och fondpapper. Med finansiellt instrument avses enligt lagen ”fondpapper eller annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden”¹³. Definitionen anses för svenska förhållanden omfatta elderivat, utsläppsrätter, elcertifikat samt derivativa kontrakt avseende

¹⁰ 1 kap 3 § 1-5 VPL. Tillståndsplikt gäller även för garantigivning eller annan medverkan vid emissioner. Detta är dock inte aktuella på den finansiella elmarknaden. Sådan verksamhet som anges i 1 kap 3 § 1-5 VPL benämns ”värdepappersrörelse” och är tillståndspliktig om inte något av undantagen i 1 kap 3 a-b § är tillämpliga.

¹¹ Se 1 kap 3 a § VPL.

¹² 1 kap 7 § VPL.

¹³ 1 § LHF.

utsläppsrätter och elcertifikat¹⁴. Samtliga de standardinstrument som handlas på Nord Pool omfattas således av definitionen.

Marknadssmissbrukslagen

MML trädde i kraft den 1 juli 2005. Lagen bygger på Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan ("Marknadssmissbruksdirektivet").

MML omfattar samtliga finansiella instrument som är godkända för handel på en börs eller reglerad marknadsplats, eller för vilka det har lämnats in en ansökan om godkännande av handel på en sådan marknad, oavsett om själva transaktionen faktiskt sker på den marknaden eller inte. Vidare skall lagen tillämpas för finansiella instrument som inte är godkända för handel på någon reglerad marknad, men vars värde är beroende av ett sådant instrument, såsom så kallade OTC-derivat. Om det sker handel av finansiella instrument utanför den reglerade marknaden, kan i stället brottsbalkens bestämmelser om bedrägeri bli tillämpliga.

MML är således tillämplig på handeln med finansiella instrument på Nord Pool samt sådana OTC-derivat som handlas bilateralt (innefattande OTC-marknaden, se punkt 2.7 nedan) och vars värde är beroende av instrument som är noterade på Nord Pool.

Begreppet marknadssmissbruk innefattar insiderhandel, röjande av insiderinformation och otillbörlig kurspåverkan¹⁵. Med insiderhandel avses förvärv eller avyttring av ett finansiellt instrument på värdepappersmarknaden eller att på något annat sätt förmå annan till sådan handel när aktören besitter information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på det finansiella instrumentet (insiderinformation). Med otillbörlig marknadspåverkan avses att en aktör genom sitt agerande (spridning av information, transaktioner, handelsorder etc.) ger felaktiga eller vilseledande föreställningar om pris, värde, efterfrågan eller utbud av ett finansiellt instrument.

Marknadssmissbruk delas ofta upp i kategorierna missbruk av information (information som om den blev offentlig skulle vara relevant vid beslut om villkoren för en transaktion), vilseledande information (agerande som orsakar vilseledande eller felaktig föreställning om priset eller värdet, efterfrågan eller utbudet av ett finansiellt instrument) och

¹⁴ Nedan benämns de finansiella instrument som handlas på Nord Pool som avser utsläppsrätter och elcertifikat för kontrakt i utsläppsrätter och elcertifikat.

¹⁵ Prop. 2004/05:142 s. 1.

marknadsstörning (handling där någon med avsikt stör eller skulle kunna störa marknaden).

Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2002:7) om uppföranderegler på värdepappersmarknaden

Föreskrifterna innehåller regler för hur värdepappersbolag skall bedriva sin verksamhet, bl a avseende hantering av intressekonflikter, regelansvarig person inom företaget, information till kunder m m.

Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd (2005:9) om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter

Föreskrifterna riktar sig till företag som yrkesmässigt utarbetar och sprider investeringsrekommendationer om investeringar i finansiella instrument, om informationen är avsedd att spridas till allmänheten. Kravet på att rekommendationen skall rikta sig till allmänheten begränsar kraftigt föreskrifternas tillämplighet på aktörerna på den finansiella elmarknaden. Enligt föreskrifterna skall en investeringsrekommendation innehålla särskild uppgift om den som utarbetat rekommendationen eller närstående juridisk person har ett väsentligt ekonomiskt intresse i berört finansiellt instrument¹⁶. Finansinspektionen har under 2005 också gett ut allmänna råd om hantering av intressekonflikter i värdepappersinstitut¹⁷.

Brottsbalkens 2 kap

Vad gäller tillämpligheten av de straffstadganden som finns i MML gäller reglerna i brottsbalkens 2 kap. Där stadgas bl a att för brott som begås utom riket döms efter svensk lag och av svensk domstol om inte gärningen är straffri där den begicks. För de svenska aktörernas vidkommande kan konstateras att ett brott mot MML i de flesta fall får anses vara begånget i Sverige, även om handeln äger rum i Norge och straffbestämmelserna därmed är tillämpliga oavsett om gärningen är belagd med straff i Norge eller inte. Även norsk lagstiftning innehåller straffbestämmelser om insiderhandel och marknadsmissbruk.

¹⁶ FFFS 2005:9: 4 kap 1 §.

¹⁷ Finansinspektionens allmänna råd (FFFS 2005:10) om hantering av intressekonflikter som rör analytiker vid värdepappersinstitut.

2.4 EG-direktiv

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument (MiFID)

MiFID, som skall vara införlivat i nationell rätt den 1 februari 2007 och träda i kraft den 1 november 2007, kommer att innebära ändringar i reglerna för värdepappersbolag och reglerade marknader¹⁸. Liksom sin föregångare, det internationella tjänstedirektivet (ISD), bygger MiFID på principen om hemlandstillstånd, dvs. en värdepappersrörelse som har tillstånd för sin verksamhet i sitt hemland får med stöd av direktivet erbjuda sina tjänster i övriga medlemsstater, utan att krav på ytterligare tillstånd får ställas. Med MiFID ökar såväl omfattningen av de förhållanden som regleras som graden av detaljreglering i lagstiftningen.

Tillämpningsområde och definitioner

Genom MiFID utvidgas harmoniseringsområdet för reglering av finansiella tjänster. MiFID innefattar, till skillnad från det internationella tjänstedirektivet (ISD), även finansiella tjänster relaterade till *råvaror*. Som utgångspunkt gäller att alla aktörer som tillhandahåller *investerings tjänster* underkastade tillståndsplikt som värdepappersrörelse. För norskt vidkommande innebär detta en förändring då handel med råvaruderivat är undantagen tillståndsplikt enligt nu gällande norsk lagstiftning.

MiFID omfattar alla *värdepappersbolag*. Värdepappersbolag definieras som ”juridisk person vars regelmässiga verksamhet eller rörelse består i att *yrkesmässigt* tillhandahålla en eller flera *investerings tjänster* till tredje part och/eller att utföra en eller flera investeringsverksamheter”.¹⁹ Investerings tjänster och investeringsverksamhet definieras som:

- mottagande och vidarebefordran av order beträffande ett eller flera finansiella instrument,
- utförande av order på kunders uppdrag,
- handel för egen räkning,
- portföljförvaltning,
- finansiell rådgivning,
- garantiverksamhet för finansiella instrument och/eller placering av finansiella instrument på grundval av ett fast åtagande, samt
- drift av multilaterala handelsplattformar (MTF-plattformar).

¹⁸ Regeringen tillsatte en utredning i juni 2004 (direktiv 2004:9) vars huvuduppgift är att analysera vilka lagändringar som är nödvändiga för implementering av direktivet. Uppdraget kommer att redovisas våren 2006.

¹⁹ MiFID artikel 4 punkt 1.1.

Utgångspunkten är att verksamhet knuten till yrkesmässigt utförande av dessa investeringstjänster kräver tillstånd. En nyhet i förhållande till såväl gällande norsk lagstiftning som till svensk lagstiftning är att *rådgivning* avseende investering innefattas i begreppet investerings-tjänst samt att drift av *MTF-plattform* innefattas i investerings-verksamhet.²⁰ Vidare är erbjudande av investerings- eller finansanalyser att anse som sidotjänst. Det sagda innebär att om en sådan tjänst tillhandahålls tillsammans med en investeringstjänst så är direktivets regler tillämpliga.

Definitionen av investeringstjänster är knuten till definitionen av finansiella instrument på så sätt att det endast är tjänster i relation till sådana instrument som omfattas av tillståndsplikten.

De finansiella instrument som regelverket omfattar och som är relevanta för aktörer på den finansiella elmarknaden är följande:

- derivat med finansiellt underliggande tillgång,
- råvaruderivat med kontant avvecklande,
- råvaruderivat med fysiskt avvecklande,
- differenskontrakt, såsom CfD-kontrakt, samt
- andra derivat som anses ha egenskaper som derivat till finansiella instrument, såsom utsläppsrätter.²¹

Följande tjänster är undantagna från MiFID:s tillämpningsområde:

- Koncerninterna tjänster
Investerings-tjänster som tillhandahålls uteslutande till bolag inom koncernen utlöser inte krav på tillstånd. Följaktligen ses exempelvis finansiella tjänster, som utförs av ett dotterbolag till andra bolag i koncernen, som handel för egen räkning och faller utanför tillståndsplikten.²²
- Handel för egen räkning
Handel för egen räkning faller utanför tillståndsplikten. För det fall en aktör är marknadsgarant ("market maker") eller tillhandahåller systematisk och organiserad handel med tredje man, föreligger emellertid tillståndsplikt trots att handeln sker för egen räkning.²³

²⁰ Jmf § 1-2 första stycket VPHL och 1 kap 3 § VPL.

²¹ MiFID Bilaga I avsnitt C nr. 4-10.

²² MiFID artikel 2.1 b).

²³ MiFID artikel 2.1 d).

- Kund till sidoverksamhet

Företag som har en annan huvudsaklig verksamhet än finansiell verksamhet kan erbjuda värdepapperstjänster, exempelvis elderivat eller kontrakt i utsläppsrätter eller elcertifikat, till kunderna i huvudverksamheten utan att detta medför tillståndsplikt.²⁴

- Prissäkring i handel för egen räkning

Personer som uteslutande handlar för egen räkning med futures, optioner eller andra derivat och i spotmarknader kan tillhandahålla investeringstjänster i förbindelse med prissäkring till tredje man på samma marknader utan tillståndsplikt, så länge detta inte medför ett clearingansvar.²⁵

Reglering

MiFID bygger på en ”allt-eller-inget-modell” som innebär att aktörerna antingen kommer att omfattas eller inte. Omfattas verksamheten innebär det full reglering. För att erhålla tillstånd måste aktören visa att den uppfyller samtliga krav i direktivet. En tillståndspliktig verksamhet omfattas enligt MiFID av bl a följande krav:

- riktlinjer för företagets och dess anställdas privata transaktioner²⁶
- interna system, resurser och procedurer²⁷
- övervakning av outsourcing²⁸
- dokumentering²⁹
- skydd för kunders tillgångar³⁰
- regler om hantering av intressekonflikter³¹
- godtagbara motparter³²
- rättvisande, tydlig och ej missvisande information³³
- dokument för professionella resp. icke-professionella kunder³⁴

²⁴ MiFID artikel 2.1 i).

²⁵ MiFID artikel 2.1 l).

²⁶ MiFID artikel 13.2. Se även motsvarande bestämmelser i gällande norsk rätt, VPHL 2 kap, som emellertid inte är tillämplig på elderivat enligt samma lag § 1-7.

²⁷ MiFID artiklarna 13.4 och 13.5.2. Se även motsvarande bestämmelse i gällande norsk lagstiftning, som emellertid är mindre precis och inte tillämplig på elderivat, §§ 1-7 och 9-1 VPHL.

²⁸ MiFID artikel 13.5.

²⁹ MiFID artikel 13.6. Se även motsvarande bestämmelse i gällande norsk lagstiftning, § 9-1 första stycket punkt 4 VPHL, som dock inte är tillämplig på elderivat, § 1-7 VPHL.

³⁰ MiFID artiklarna 13.7-13.8. Se även motsvarande bestämmelse i gällande norsk lagstiftning, § 9-1 första stycket punkt 3 VPHL, som dock inte är tillämplig på elderivat, § 1-7 VPHL.

³¹ MiFID artiklarna 13.3 och 18.1-18.2. Motsvarande bestämmelse i gällande norsk lagstiftning är mindre omfattande och är inte tillämplig på elderivat, §§ 9-1 första stycket punkt 5 och 9-2 första stycket punkt 6 och femte stycket VPHL.

³² MiFID artikel 24.

³³ MiFID artiklarna 19.2-19.3.

- rapportering till kund³⁵
- ”best execution”³⁶

Flertalet av dessa områden är redan idag föremål för reglering i såväl norsk som svensk lagstiftning. De egentliga nyheterna är indelningen av kunder i professionella respektive icke-professionella kunder samt kravet på ”best execution”, som innebär en skyldighet att uppnå det mest förmånliga resultatet för kunden.

Konsekvenser av MiFID

- Portföljförvaltning och finansiell rådgivning

Portföljförvaltning har sedan tidigare utgjort en tillståndspliktig verksamhet. I denna verksamhet har aktören såsom sidoverksamhet tillhandahållit rådgivning rörande investeringar. I MiFID definieras finansiell rådgivning såsom en investeringstjänst, d v s en huvudverksamhet som kräver ett självständigt tillstånd. Den rådgivningsverksamhet som utförs på elmarknaden, i samband med portföljförvaltning eller i övrigt, blir därmed reglerad.

- Råvaruderivat omfattas

För norskt vidkommande utlöser inkluderingen av råvaruderivat i definitionen av finansiella instrument, som en tillståndspliktig verksamhet, en reglering av tjänsteaktörerna på den finansiella elmarknaden.

- Finansiell verksamhet som sidoverksamhet undantas

Enligt undantaget får bolag som bedriver annan huvudverksamhet än finansiell verksamhet tillhandahålla råvaruderivat till huvudverksamhetens kunder utan att tillståndsplikt uppkommer. Detta innebär exempelvis att kraftbolag kan tillhandahålla elderivat till sina kunder som en sidoverksamhet till elförsäljningen utan att denna verksamhet blir tillståndspliktig. Den verksamhet som idag bedrivs i krafthandelsbolagen i form av portföljförvaltning för kunders räkning och som, i de flesta fall, får anses vara en sidoverksamhet, kommer till skillnad från vad som gäller idag, inte vara tillståndspliktig. För svenskt vidkommande innebär detta en väsentlig begränsning av tillståndsplikten i förhållande till vad som gäller idag. För krafthandelsbolagen i Norge, Danmark och Finland som också tillhandahåller elderivat till sina kunder innebär införandet av MiFID ingen förändring. I Norge på grund av att handel med elderivat inte är

³⁴ MiFID artikel 19.7.

³⁵ MiFID artikel 19.8.

³⁶ MiFID artikel 21. Motsvarande bestämmelse i gällande norsk rätt finns enbart i förhållande till pris, § 9-2 fjärde stycket VPHL, i övrigt saknas reglering.

tillståndspliktig, och i Danmark och Finland på grund av att huvuddelen av handeln på den finansiella elmarknaden är undantagen tillståndsplikt³⁷.

Tabell: Tillståndsplikt och tillståndspliktig verksamhet

	NORGE	SVERIGE	MIFID
Tillståndsplikt	Elhandelsföretag, mäklare och rådgivare inom den finansiella elmarknaden är inte tillståndspliktiga eftersom VPHL undantar finansiell handel som huvudsakligen är knuten till råvaruderivat från tillståndsplikten.	För att yrkesmässigt handla, förmedla eller förvalta finansiella instrument (elderviat, elcertifikat och utsläpps rätt) krävs tillstånd. Det krävs dock inte tillstånd om ett bolag handlar för egen räkning eller tillhandahåller de aktuella tjänsterna till andra bolag <u>inom samma koncern</u> .	För att yrkesmässigt tillhandahålla investeringstjänst eller utföra investeringsverksamhet krävs tillstånd. Det krävs dock inte tillstånd för <u>egenhandel</u> , <u>koncerninterna</u> tjänster, investeringstjänst <u>till kund i företagets huvudverksamhet</u> samt <u>prissäkring</u> .
Aktör 1 Krafthandelsbolag som enbart sysslar med handel på Nord Pool för att prissäkra den egna koncernens leverans av fysisk el.	Ej tillståndspliktig.	Ej tillståndspliktig	Ej tillståndspliktig
Aktör 2 Krafthandelsbolag som sysslar med portföljförvaltning (rådgivning och förvaltning) till tredjeman.	Ej tillståndspliktig	Tillståndspliktig	Som utgångspunkt tillståndspliktig, dock ej om tjänsten riktar sig till kund till bolag inom koncernen.
Aktör 3 Elbolag vars huvudverksamhet är försäljning av el och som sidoverksamhet tillhandahåller elderivat till sina kunder.	Ej tillståndspliktig	Tillståndspliktig Vanligt förekommande idag är att värdepappersrörelsen organisatoriskt avskiljs från huvudverksamheten i en egen juridisk person.	Ej tillståndspliktig

Kommentar [cl1]: Vad betyder det?

³⁷ Undantagen enligt dansk och finsk rätt är omfattande och beskrivs nedan under avsnitt 7.

Aktör 4 Person som tillhandahåller investeringsrådgivning	Ej tillståndspliktig	Ej Tillståndspliktig	Tillståndspliktig	
Aktör 5 Mäklare	Ej tillståndspliktig	Tillståndspliktig	Tillståndspliktig, dock ej om tjänsten tillhandahålls som sidoverksamhet.	Kommentar [cl2]: Och så skrev ni något undantag under punkten ovan Råvaruderivat omfattas.
Aktör 6 Rena finansiella aktörer (nordiska eller utländska) som sysslar med a) spekulation i egen bok eller b) kapitalförvaltning respektive fondförvaltning för kunders räkning	a) Ej tillståndspliktig b) Ej tillståndspliktig	a) Ej tillståndspliktig ³⁸ b) Tillståndspliktig	a) Ej tillståndspliktig b) Tillståndspliktig	Kommentar [cl3]: Kan ni lägga till en aktör "rena finansiella". Hur?

2.5 Nord Pools regelverk

Nord Pools regelverk för den finansiella elmarknaden utgörs av Clearing Rules ("Clearingreglerna") och Trading Rules ("Handelsreglerna")³⁹.

Clearingreglerna

Clearingreglerna gäller mellan Nord Pool, clearingmedlemmarna och clearingklienterna⁴⁰. Reglerna innehåller bl a villkor för att bli clearingmedlem och clearingklient samt procedurregler för clearing. Nord Pools clearingverksamhet innebär att Nord Pool Clearing går in som kontraktspotpart i finansiella elhandelskontrakt. Härigenom minskas den finansiella risken för parterna till transaktionen. För clearingtjänsterna tar Nord Pool ut en clearingavgift. Parterna är skyldiga att ställa säkerhet utifrån aktuell portfölj som täcker den risk som Nord Pool tar genom att agera motpart.

³⁸ Om aktör bedriver tillståndspliktig verksamhet såsom kapitalförvaltning respektive handel för annans räkning är även egenhandel (handel i egen bok) inom ramen för den verksamheten tillståndspliktig verksamhet.

³⁹ Reglerna finns att tillgå på www.nordpool.no/financial/index.html

⁴⁰ Clearingmedlem är en aktör som godkänts av Nord Pool att få sina transaktioner clearade genom Nord Pool. Clearingklient är en aktör som godkänts att få sina transaktioner clearade på Nord Pool genom en clearingrepresentant (som är clearingmedlem).

Handelsreglerna

Handelsreglerna reglerar förhållandena mellan Nord Pool och medlemmarna på börsen, s k "Exchange Members". Exchange Members är medlemmar på börsen som är Clearingmedlemmar och som ingått Exchange Membership Agreement med Nord Pool. Exchange Members har rätt att för egen eller annans räkning handla på Nord Pool.

Handelsreglerna gäller för samliga Exchange Trades, d v s avslut i finansiella elhandelskontrakt och elcertifikatskontrakt genom något av handelssystemen på Nord Pool⁴¹. För handel med kontrakt avseende utsläppsrätter finns ett särskilt regelverk⁴². Dessa regler är i allt väsentlig är identiska med Handelsreglerna och behandlas inte särskilt i den vidare framställningen.

Handelsreglerna innehåller bl a bestämmelser om hur handeln skall organiseras, de olika produkterna på marknaden, informationsplikt, handelssystemen, marknadsövervakning och sanktioner.

Handel i kontrakt som sker utanför Nord Pool, s k bilateral handel eller OTC-handel, omfattas inte av Handelsreglerna. Bilateral handel och OTC-handel omfattas dock av Market Conduct Rules som är en bilaga till Handelsreglerna⁴³ och utgör en integrerad del av dessa regler. Market Conduct Rules innehåller grundläggande regler om aktörernas uppförande på marknaden, informationsplikt, insiderregler och förbud mot marknadsmissbruk.

Etiska regler

Handels- och Clearingreglerna kompletteras av Nord Pools "Ethical Guidelines" ("Nord Pools Etiska Regler"). Nord Pools Etiska Regler är osanktionerade och utgör ett komplement till de sanktionerade Handels- och Clearingreglerna. Av Handelsreglerna framgår uttryckligen att brott mot Nord Pools Etiska Regler inte utgör grund för sanktion⁴⁴. Det sagda innebär att Nord Pools Etiska Regler inte kan åberopas av någon av marknads aktörer, annat än möjligen som ett uttryck för god sed på den finansiella elmarknaden.

⁴¹ Finansiella elhandelskontrakt (Financial Electricity Contracts) omfattar enligt definitionen i punkt 1.2 jämfört med definitionen i punkt 4 i Handelsreglerna "Futures Contract, Forward Contract, Option Contract or CfD related to prices quoted for electric power".

⁴² Trading Rules for Trading of Allowances at Nord Pool ASA.

⁴³ Handelsreglerna punkt 1.2.

⁴⁴ Handelsreglerna p. 11.1.1 a.

Nord Pools Etiska Regler innehåller föreskrifter inom bl a följande områden.

- Allmänna principer⁴⁵ – Dessa bestämmelser är av allmän karaktär och ålägger aktörerna bl a att agera på ett ansvarsfullt sätt för att upprätthålla marknadens förtroende för Nord Pool.

Regler som i allmänna ordalag ålägger aktörerna att handla på ett ansvarsfullt sätt till marknadens goda finns i lagstiftning och Handelsreglerna. Även om dessa regler formellt sätt är sanktionerade, ligger det i sakens natur att det är svårt att påvisa brott mot en regel som är så allmänt hållen.

- Uppföranderegler för handel⁴⁶ – Reglerna innefattar förbud mot skenavtal och andra marknadspåverkande åtgärder.

Bestämmelser av detta slag finns även i lagstiftning och i Market Conduct Rules. De Etiska Reglerna kan sägas förtydliga och exemplifiera beteenden som är förbjudna enligt lagstiftning och Market Conduct Rules. De ageranden som är förbjudna enligt de Etiska Reglerna omfattas av sanktionerade förbud enligt VPHL, MML och Market Conduct Rules.

- Regler om hantering av intressekonflikter – Enligt reglerna skall kundernas intressen hanteras i enlighet med lag och god sed på marknaden. Kunder skall hanteras på ett jämlikt och icke-diskriminerande sätt.

Regler om hantering av intressekonflikter finns i såväl lagstiftning som Nord Pools handelsregler⁴⁷. Här kan nämnas att de Etiska Reglerna överensstämmer i högre grad med bestämmelsen VPHL § 9-2, som också innehåller krav som syftar till likabehandling av olika kunder, än VPL, som enbart reglerar intressekonflikten mellan kund och bolag.

Kommentar [cl4]: Var? Jag hittar det bara i de etiska reglerna.

- Regelansvarig person – Aktörerna är skyldiga att utse en person som är ansvarig för tillsyn av den etiska standarden inom aktören och som skall tillse att personalen känner till vid var tid tillämpliga regler på marknaden.

Bestämmelser om regelansvarig person finns i vare sig VPL eller VPHL. I FI:s föreskrifter FFFS 2002:7 föreskrivs i 3 kap 1 § att ett värde-

⁴⁵ Punkt 1 i de Etiska Reglerna.

⁴⁶ Punkt 4 och 6 i de Etiska Reglerna.

⁴⁷ Se nedan under punkt 3.3. Handelsreglerna innehåller bestämmelser som indirekt påverkar hanteringen av intressekonflikter.

pappersföretag *skall* ha en regelansvarig person som skall ha till uppgift att tillse att anställda och styrelsen har kännedom om gällande regler.

I FI:s allmänna råd om värdepappersrörelse, FFFS 2002:5, föreskrivs att bolag vid ansökan om tillstånd för att bedriva värdepappersrörelse *bör* ange vem som skall vara regelansvarig samt lämna redogörelse för dennes kompetens och erfarenhet⁴⁸. I FFFS 2005:1 om styrning och kontroll i finansiella företag (som är ett vidare begrepp än värdepappersbolag) anges i kap 5 att styrelsen skall tillse att det finns en funktion (compliance) inom företaget som skall utgöra stöd för att verksamheten skall bedrivas i enlighet med reglerna. Funktionen skall också följa upp regelefterlevnaden samt informera och utbilda personalen om nya regler. Det finns ingen självreglering som behandlar regelansvarig person.

Att värdepappersbolag har en regelansvarig person är föremål för FI:s tillsyn, som ett led av den allmänna tillsynsverksamheten. Brott mot reglerna kan medföra sanktioner på samma sätt som övriga regelbrott.

De Etiska Reglerna kan jämföras med de allmänna råd som utfärdas av exempelvis FI. Vare sig de Etiska Reglerna eller de allmänna råden är bindande för aktörerna men kan bidra till att skapa ett enhetligt beteende eller sedvänja på marknaden. Enligt vår erfarenhet följer svenska värdepappersbolag i huvudsak de allmänna råden.

Det finns enligt vår mening anledning att vara kritisk mot det sätt som de Etiska Reglerna är formulerade. Reglerna är språkligt sätt dåligt formulerade och innebörden av vissa bestämmelser är oklar. Som exempel kan nämnas punkt 6.4 som föreskriver att "Any Exchange Member, Clearing Member or Clearing Client that is a leading player in respect to the relevant supply or demand for electricity or electricity derivatives must assure that they do not in any inconsiderate way affect the price development in the relevant markets." Bestämmelsen är alltför oprecis i sin formulering för att ens ha en handlingsdirigerande verkan. Vad som avses med en "leading player" framgår inte. Vad som avses med "in any inconsiderate way" är oklart. Möjligen avses en icke oväsentlig effekt. Ordet "inconsiderate" förekommer dock inte i kommersiella avtal i den betydelsen. Dessutom kan ifrågasättas om inte alla aktörer med viss marknadsandel i viss utsträckning kan påverka prisutvecklingen på marknaden. En sådan påverkan behöver dock inte vara otillbörlig i sig. Över huvud taget lider hela dokumentet i precision. Även om den här typen av icke-sanktionerade regler kan bidra till att skapa ett handelsbruk på marknaden kan det ifrågasättas om de Etiska Reglerna har någon sådan effekt. Reglerna bidrar egentligen inte med

⁴⁸ 3 kap 1 §.

något som inte följer av lagstiftning eller handelsreglerna. Slutsatsen är att de Etiska Reglerna, för att ha någon positiv betydelse, bör ses över i samråd med aktörerna på marknaden.

2.6 Vilka är aktörerna på elmarknaden?

Aktörerna på elmarknaden i vid bemärkelse är elhandelsbolagen, elproducenterna, nätägarna och konsumenterna.

Aktörerna på den *finansiella* elmarknaden är:

- Nord Pool,
- Nord Pool Clearing ASA,
- Medlemmar (s k Exchange Members),
- Clearingklienter,
- Mäklare,
- market makers, och
- slutkunder.

Medlemmar på börsen är framför allt elhandelsföretag. Elhandelsföretagen som är aktiva på Nord Pool kan delas upp i aktörer som är aktiva i både den finansiella och den fysiska handeln och aktörer som enbart är aktiva på den finansiella marknaden. Även finansiella aktörer utan anknytning till elmarknaden i övrigt är medlemmar på Nord Pool. Sådana medlemmar sysslar inte vare sig med prissäkring för den egna koncernen eller portföljförvaltning för kunders räkning, utan handlar på börsen i rent spekulativt syfte. Enligt FI är den stora majoriteten av medlemmarna på den finansiella elmarknaden på Nord Pool också aktiva som aktörer på marknaden för fysisk el. Det norska Kredittilsynet är dock av en annan uppfattning och hävdar att en tredje del av alla börsmedlemmar är finansiella aktörer, d v s aktörer som inte är aktiva inom marknaden för fysisk el eller portföljförvaltning av elhandelskontrakt för kunders räkning⁴⁹.

Endast Exchange Members har rätt att handla på Nord Pool. Företag som är medlemmar av clearingorganisationen (s k Clearingklienter) men som inte är Exchange Members, handlar genom s k clearingrepresentanter (som är Exchange Members). Clearingklienterna är således aktörer på den finansiella elmarknaden som saknar rätt att handla där. Clearingklienterna har dock rätt att cleara sina affärer genom börsen och har i regel konto med Nord Pool.

Mäklare är de företag som träffat ett s k Broker Agreement med Nord Pool. Mäklarna har rätt att som mellanmän begära registrering av

⁴⁹ Kredittilsynets *tilsyn med kraftderivatmarkedet*, rapport från Kredittilsynet från juni 2005, sid 3.

begäran om clearing av en transaktion hos Nord Pool Clearing för Clearingmedlemmar eller clearingklienter. Enligt mäklaravtalet förbinder sig mäklaren att följa Market Conduct Rules. Många av mäklarna erbjuder utöver traditionella mäklartjänster också tillgång till särskilda webbaserade system för handel på Nord Pool.

Ytterligare en aktörsform är s k market makers (ibland benämnda marknadsgaranter på svenska), d v s börsmedlemmar som åtagit sig i förhållande till Nord Pool att ställa priser i finansiella instrument⁵⁰. För att bli s k market maker måste man ingå ett särskilt market maker avtal med Nord Pool.

2.7 Olika typer av handel och skillnader

Det finns framför allt tre huvudtyper av handel:

- Handel på Nord Pool ASA – handel på börsen (s k Exchange Trade) i noterade instrument som clearas genom Nord Pool Clearing.
- Bilateral handel – handel i noterade eller onoterade instrument direkt mellan köpare och säljare. Handel i noterade instrument kan clearas genom Nord Pool. Handeln sker vanligen enligt något av FEMA eller ISDA-avtalen⁵¹.
- OTC-handel – handel i noterade eller onoterade instrument genom mäklare eller via elektroniska marknadsplatser. OTC-handel är en form av bilateral handel men sker genom en mellanman. OTC-handel i instrument som är noterade på börsen kan clearas genom Nord Pool.

Handeln som sker direkt på Nord Pool, s k Exchange Trade, regleras av den norska börslagstiftningen och Handelsreglerna. Detta innebär bl a att handeln är föremål för övervakning från Nord Pools sida och att information om avslut publiceras på börsen och tillhandahålls elektroniskt till medlemmarna. Handeln på Nord Pool är transparent.

Parter som är medlemmar på Nord Pool och som handlar utanför börsen – via mäklare eller bilateralt – i noterade instrument är skyldig att

⁵⁰ Market Makerns åtagande enligt punkt 2.1 i Market Maker avtalet anges på följande sätt. ”The Market Maker shall quote binding bid and offer prices on all Listed Products [...]”.

⁵¹ FEMA (Financial Energy Master Agreement) är ett avtal som är särskilt framtaget för finansiell handel på elmarknaden. Organisationen ISDA (International Swaps and Derivatives Association) har standardiserade avtal som används av aktörerna på den finansiella elmarknaden.

rapportera till Nord Pool om volymer och priser om parterna har begärt clearing genom Nord Pool Clearing⁵².

Någon informationsskyldighet om handel utanför börsen i icke-noterade instrument eller noterade instrument som inte clearas via Nord Pool finns däremot inte. Handel utanför Nord Pool kan således ske utan att övriga aktörer på börsen får information om denna. Handel utanför Nord Pool är således mindre transparent.

Den viktigaste skillnaden mellan handel på och utanför Nord Pool torde dock vara att Handelsreglernas bestämmelser om insiderhandel enbart omfattar handel på Nord Pool. Det finns således inga bestämmelser i Nord Pools regelverk som hindrar att en aktör med insiderinformation att – innan informationen är offentliggjord – handla på OTC-marknaden eller bilateralt⁵³. Sådan handel kan naturligtvis stå i strid med tillämplig insiderlagstiftning (se nedan)

2.8 Delmarknader och skillnader

På marknaden för fysisk elkraft, spotmarknaden, finns det geografiska delmarknader som beror på tekniska begränsningar i distributions-systemen för elkraft. Dessa begränsningar gör att hela Norden inte kan vara en geografisk marknad för leverans av fysisk el. Sålunda finns det separata områdespriser för olika geografiska elmarknaden inom Norden (exempelvis prisområde Sverige och prisområde Norge).

Med undantag av marknaden för CfD-kontrakt (se nedan om CfD-kontrakt), där det nordiska systempriset (Nordic System Price) på spotmarknaden ställs mot områdespriset inom olika områden, är den geografiska marknaden för de underliggande varorna på marknaden för elderivat på Nord Pool hela den nordiska elmarknaden. Bortsett från CfD-kontrakten finns således ingen geografisk delmarknad inom den finansiella elmarknaden.

Marknaden för handel i elcertifikatkontrakt är begränsad till Sverige i den meningen att elcertifikaten är svenska och något gränsöverskridande nordiskt system för ”gröna certifikat” inte finns.

Vad beträffar handeln i utsläppsrättskontrakt utgörs den underliggande varan av utsläppsrätter som är giltiga inom EU. Någon geografisk delmarknad för denna produkt finns således inte.

⁵² Market Conduct Rules, punkt 2.2.

⁵³ Market Conduct Rules, p. 4.1. Det kan här också nämnas att den bestämmelse av generalklausuls karaktär som finns i punkt 6.1 i Market Conduct Rules angående ”Good Business Conduct” endast gäller Exchange Trading.

2.9 Instrument

Handeln på den finansiella elmarknaden sker i tre huvudtyper av instrument:

- Elderivat
- Kontrakt i elcertifikat
- Kontrakt i utsläppsrätter

Derivat

Med derivat avses finansiella instrument vars värde beror på en underliggande varas utveckling. För de derivat som handlas på Nord Pool är spotpriset på Nord Pool den underliggande varan, förutom för optionerna, där den underliggande varan är s k forwards. Avveckling av derivat på Nord Pool sker finansiellt, d v s utan leverans av den underliggande varan.

Följande derivat handlas på Nord Pool.

- Futures

Vid handel med futureskontrakt sker daglig beräkning och inbetalning/utbetalning av kontraktets under- respektive övervärde i förhållande till marknadspris (Nordic System Price), både under handelsperioden och leveransperioden.

- Forwards

Vid handel med forward-kontrakt sker daglig beräkning av garantikrav i förhållande till kontraktets under- respektive övervärde i förhållande till marknadspris (Nordic System Price) under handelsperioden. Inbetalning/utbetalning av under- resp. övervärden sker endast under leveransperioden.

- Optioner

Genom handel i optioner kan aktörerna säkra sig mot både pris- och volymförändringar. Optionerna på Nord Pool kan lösas först på lösendagen. Den underliggande varan är forwards.

- Contracts for Difference ("CfD-kontrakt")

Genom handel i CfD kan aktörerna säkra sig mot skillnader i områdespriserna. CfD finns för följande prisområden:

- *Area price Århus - Nordic System Price*
- *Area price Helsinki - Nordic System Price*
- *Area price Oslo - Nordic System Price*
- *Area price Stockholm - Nordic System Price*

- *Area price Copenhagen - Nordic System Price*
- *EEX Germany Phelix Base - Nord Pool Nordic System Price*

CfD kan handlas med löptid om en månad, ett kvartal eller ett år.

Elcertifikat

Den underliggande varan utgörs enbart av svenska elcertifikat. Kontrakten har en löptid om en, sju eller 30 dagar.

Utsläppsrätter

Den underliggande varan är utsläppsrätter enligt EG-direktivet om system för handel med utsläppsrätter för växthusgaser (2003/87/EG). Avveckling sker genom fysisk leverans av utsläppsrätter.

3. TRANSPARENS, INSIDERINFORMATION M M

Frågeställning: Fokus i uppdraget ligger på transparens, insiderinformation, intressekonflikter, informationshantering, effektivitet på den finansiella marknaden, likviditet och förtroende.

3.1 Normer avseende transparens

I enlighet med vad som angetts ovan regleras handels på Nord Pool främst av den norska värdepappersrätten samt av Nord Pools regler för handlare och andra aktörer.

Nord Pool är sedan 2002 auktoriserad som börs enligt NBL. Enligt 5 kap 3 § NBL skall en börs tillhandahålla prisinformation på ett sådant sätt att god transparens uppnås. Skyldigheten specificeras emellertid inte närmare.

Enligt Handelsreglerna⁵⁴ skall Nord Pool under varje handelsdag kontinuerligt tillhandahålla medlemmarna information om samtliga avslut på handelsplatsen (Exchange Trades) samt om samtliga avslut som skett bilateralt (Non-Exchange Trades) och som parterna begärt clearing av genom Nord Pool⁵⁵. Den information som skall tillhandahållas är uppgift om produkt, pris och volym. Uppgift om parternas namn publiceras dock inte. Nord Pool publicerar uppgifter om avslut, kursrörelser samt köp- och säljkurs på bolagets hemsida, www.nordpool.no. Därtill skickas dessa ut direkt till medlemmarna via internet. Informationen är uppdelad på handel som sker på Nord Pool och bilateral handel.

⁵⁴ Handelsreglerna p 12.

⁵⁵ Market Conduct Rules, p 2.2.

Enligt Market Conduct Rules är aktörerna på marknaden skyldiga att rapportera in till Nord Pool samtliga affärer ("Reporting Trades") som aktörerna är inblandade i, antingen som part eller som mellanman. Skyldigheten omfattar även affärer som sker "off market" men där parterna begärt att transaktionen skall clearas genom Nord Pool. Förutsättningen är att handeln avser ett noterat instrument. Undantagna är dock "off market" affärer som görs mellan bolag i samma koncern⁵⁶. Handel skall inrapporteras i princip omedelbart.

3.2 Normer avseende informationshantering

För aktörerna på Nord Pool är det Market Conduct Rules (som gäller för samtliga aktörer på Nord Pool) som reglerar aktörernas skyldighet att lämna information.

Enligt reglerna är aktör skyldig att omedelbart lämna sådan information till Nord Pool som definierats som insiderinformation. Med insiderinformation avses all information som är specifik och inte allmänt känd och som på något sätt är relaterad till den nordiska elkraftsmarknaden, den nordiska finansiella elmarknaden, den svenska marknaden för elcertifikat och den europeiska marknaden för utsläppsrätter, eller elkraft och som sannolikt kan ha en avsevärd påverkan på priset på en eller flera noterade produkter⁵⁷.

Insiderinformation omfattar även – för aktörer på den nordiska finansiella elmarknaden – följande information avseende produktionsställen för elkraft, enheter som konsumerar elkraft, enheter för överföring av elkraft inom eller direkt anknutet till den nordiska elmarknaden, som innehas helt eller delvis av aktören:

- information angående planer eller ändring av planer för underhåll eller begränsningar som berör mer än 200 MW under nästföljande sexveckorsperiod,
- information angående planer eller ändringar av planer eller begränsningar avseende mer än 400 MW som berör produktionsenheter eller överföringsenheter under innevarande år och tre år därefter.
- information angående produktionsstörning som berör mer än 200 MW.

Information enligt de två första punkterna skall lämnas till Nord Pool så snart beslut fattats av behörigt bolagsorgan hos aktören. Information enligt den sista punkten skall lämnas så snart som möjligt och under

⁵⁶ Detta skiljer sig från vad som gäller på aktiemarknaden där samtliga förvärv av noterade aktier skall rapporteras till börsen.

⁵⁷ Disclosure Rules p 2.1.

inga omständigheter senare än 60 minuter efter det att händelsen inträffade. Aktören skall inom fyra timmar från det att händelsen inträffade meddela Nord Pool om anledningen till det inträffade, baserat på tillgänglig information, samt om varaktigheten av produktionsstörningen. Om en aktör är tveksam till om en uppgift utgör insiderinformation, skall aktören samråda med Nord Pool.

Information som lämnas av aktörerna till Nord Pool enligt ovan skall lämnas vidare till övriga aktörer genom Nord Pools försorg. Enligt punkt 12.2 i Handelsreglerna skall Nord Pool distribuera så kallad "Price Relevant Information" till övriga aktörer. Enligt bestämmelsen skall Nord Pool så snart som möjligt vidarefördela all mottagen information som enligt definitionen i Disclosure Rules utgör "Price Relevant Information" genom att lägga upp sådan på Nord Pools hemsida. Någon definition av vad som utgör "Price Relevant Information" finns inte, vare sig i Trade Rules eller i Disclosure Rules.

Information om driftstörningar publiceras regelbundet på Nord Pools hemsida under rubriken "Urgent Market Messages" (UMM) samt skickas ut elektroniskt till medlemmarna. Aktörer är också skyldiga (enligt Market Conduct Rules) att tillhandahålla information på begäran av Nord Pool.

3.3 Normer avseende hantering av intressekonflikter

Norsk lagstiftning

VPHL är i vissa delar tillämplig på handel i råvaruderivat och omfattar således handel med elderivat och kontrakt för elcertifikat.

Lagen innehåller regler om god affärssed som bland annat anger att värdepappersbolag skall sträva efter att undvika intressekonflikter, exempelvis genom att tillse att kundernas intressen går före bolagets intressen och att vissa kunders intressen inte prioriteras på bekostnad av andra kunder⁵⁸. Vidare anges att kunden skall erhålla det bästa priset som värdepappersbolaget mot bakgrund av tillgänglig prisinformation bedömer kan erhållas, om inte kunden begär att avslut skall ske till visst pris. Innan värdepappersbolag åtar sig uppdrag i fall där bolagets egna intressen eller andra skäl gör att det finns anledning att betvivla bolagets opartiskhet, skall huvudmannen och andra berörda parter ges nödvändig information om förhållandena.

Lagen innehåller även regler om självinträde som enbart delvis är tillämpliga i förhållande till aktörer på råvaruderivatmarknaden⁵⁹. Enligt

⁵⁸ § 9-2 VPHL.

⁵⁹ § 9-3 VPHL.

bestämmelsen får ett värdepappersbolag inte sluta avtal med en kund om bolaget kan uppnå bättre villkor för kunden genom att köpa eller sälja på marknaden vid tidpunkten för avtalets ingående.

Den norska motsvarigheten till FI, Kredittilsynet, utövar tillsyn över värdepappersbolagen och åttlydnaden av lagen.

Kommentar [cl5]: Är elbolagen värdepappersbolag i Norge? Troligen inte?

Nord Pools regler

Några specifika regler om intressekonflikter finns inte i Nord Pools regler. Reglerna i Market Conduct Rules påverkar indirekt intressekonflikter och hanteringen av dessa. Enligt reglerna är insiderhandel förbjuden. En aktör är dock inte förhindrad att handla på Nord Pool om aktören kan visa att det inom aktörens företag finns fysiska eller andra informationshinder mellan den del av företaget som utför handel och den del av företaget som innehar insiderinformationen. Det finns således möjlighet att i verksamheten bygga bort förbudet mot insiderhandel genom s k kinesiska murar. På sätt minskas även risken för intressekonflikter, i vart fall när sådan konflikt hänför sig till insiderinformation.

Kommentar [NH6R5]: Enligt den VPHL § 1-3 avses med värdepappersföretag företag som erbjuder investeringstjänster. Ett elbolag kan erbjuda investeringstjänster och kan således omfattas av definitionen. Dock är handel på elmarknaden inte tillståndspliktig.

Svenska aktörer

LHF innehåller regler som är tillämpliga för svenska värdepappersbolag på den finansiella elmarknaden. Enligt 1 kap 2 § LHF skall handel på värdepappersmarknaden bedrivas på ett sådant sätt att allmänhetens förtroende för marknaden upprätthålls. Regeln ger uttryck för ett grundläggande förhållningssätt för aktörerna på marknaden och påverkar hanteringen av intressekonflikter på denna marknad på ett generellt plan.

Elderivat, elcertifikat och utsläppsrätter är finansiella instrument i den mening som avses i VPL. För handel med finansiella instrument, för egen eller annans räkning, krävs enligt lagen tillstånd från FI. Med undantag av sådana aktörer som handlar på den finansiella marknaden enbart för den egna koncernens räkning bedriver svenska aktörer på den finansiella elmarknaden tillståndspliktig verksamhet enligt VPL. Sådana aktörer står under FI:s tillsyn.

Av VPL följer bl a ett generellt sundhetskrav enligt vilket en värdepappersrörelse skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskilda kapitalinsatser inte äventyras⁶⁰. Kravet innebär bl a ett värdepappersbolag skall handla på ett ärligt och rättvist sätt, inneha och använda sådana rutiner som krävs

⁶⁰ 1 kap 7 § VPL.

för att rörelsen skall kunna bedrivas på ett riktigt sätt, samt undvika intressekonflikter och, om sådana inträffar, se till att kunderna behandlas rättvist. Regeringen eller FI får meddela särskilda föreskrifter angående dessa krav.

Enligt Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2002:7) om uppföranderegler på värdepappersmarknaden, skall värdepappersbolag utfärda instruktioner för hur intressekonflikter som uppstår skall hanteras i samband med egna affärer, uppdrag åt emittenter och andra kunder. Om värdepappersbolaget bedriver corporate finance-verksamhet, skall denna enligt föreskrifterna vara skild från den övriga verksamheten på ett sådant sätt att informationen inte på ett otillbörligt sätt kan utnyttjas i någon annan del av verksamheten. Företaget skall utfärda instruktioner om hur sådan verksamhet skall hållas åtskild från övrig verksamhet.

Regler som påverkar intressekonflikter finns också i kommissionslagen där det bl a föreskrivs att kommissionären har att iaktta kommittentens intressen⁶¹. Även reglerna i avtalslagen om avtals ogiltighet kan bli tillämpliga om kommissionären till egen vinning och till skada för kommittenten missbrukar sitt uppdrag⁶².

För svenska aktörer på den finansiella elmarknaden, som omfattas av definitionen av värdepappersbolag och som därmed bedriver tillståndspliktig verksamhet, gäller den svenska finansiella lagstiftningen utan inskränkningar. Värt att notera är att även om lagen är generell i sin räckvidd och anger att samtliga värdepappersbolag skall vidta åtgärder för att hantera intressekonflikter, så är bestämmelsen i föreskrifterna om sk kinesiska murar mellan corporate finance-avdelning och övrig verksamhet mera specifik i sin räckvidd. Här är det tydligt att regelverket är uppbyggt efter den typiske aktören på värdepappersmarknaden, exempelvis en bank. Något krav på avgränsning av verksamheter i andra fall än det ovannämnda följer inte uttryckligen av svensk lag.

Här kan tilläggas att Finansinspektionens allmänna råd 2005:10 om hantering av intressekonflikter som rör analytiker vid värdepappersinstitut omfattar svenska aktörer som är värdepappersbolag. De allmänna råden innehåller bestämmelser om hur analytikerverksamheten inom värdepappersinstitut skall organiseras för att undvika intressekonflikter, bland annat föreskrivs, att analytiker på olika sätt skall hållas åtskilda från corporate finance verksamhet inom företaget. Räckvidden av de allmänna råden är dock begränsad i och med att de endast avser analytikerverksamhet och inte hela försäljnings-

⁶¹ Lag (1914:45) om kommission.

⁶² Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område.

organisationen inom ett värdepappersbolag. Det finns heller ingen sanktion mot agerande som strider mot råden.

Intressekonflikter som vi identifierat är:

- **Konflikt mellan portföljförvaltning och egen handel**
En portföljförvaltare som också driver handel för egen räkning, kan hamna i situationer där denne måste välja mellan att ge kunden eller sig själv de bästa priserna.
- **Konflikt mellan portföljförvaltning och mäklari**
En portföljförvaltare som samtidigt driver mäklari, har ett incitament till större omsättning i portföljen än vad som är till kundens bästa, eftersom omsättning skapar intäkt i mäklarledet.
- **Konflikt mellan kund och uppdrag från tredje man**
En intressekonflikt kan uppstå om en aktör som handlar för kunds räkning får ersättning, såsom provision eller liknande, från annan än kunden för handel i det aktuella instrumentet.
- **Konflikt mellan analystjänst och egen handel/portföljförvaltning**
En analytiker som samtidigt bedriver egen handel kan få en intressekonflikt, då lönsamheten i den egna handeln påverkas av analystjänstens köp- och säljråd.
- **Konflikt mellan olika kunder**
Exempelvis kan viktiga kunder få fördelaktigare behandling framför mindre kunder. Kommissionären tar betalt genom avgifter och/eller provision som innebär att intäkterna ökar med omsättningen. Detta ger ett initiativ till olika behandling av kunder.
- **Konflikt mellan market maker åtaganden och förvaltning**
Företag som ställer priser på marknaden enligt överenskommelse med Nord Pool kan i råka i konflikt med sina åtaganden gentemot kunderna, bl a genom att market makern, genom kunden får kännedom om vad aktör på marknaden är villiga att köpa eller sälja en produkt för.

3.4 Normer avseende hantering av insiderinformation

Norsk lagstiftning

VPHL innehåller detaljerade regler om insiderinformation och informationshantering⁶³. Reglerna gäller värdepapper som är noterade på norsk börs eller vars värde är beroende av värdepapper som är

⁶³ Marknadssmissbruksdirektivet har implementerats i VPHL.

noterat på norsk börs. Det sagda innebär att reglerna är tillämpliga på samtliga noterade instrument på Nord Pool, men också på OTC-derivat som är beroende av på Nord Pool noterade instrument.

Enligt lagen är insiderinformation specifik information om finansiella instrument, emittenter av finansiella instrument eller andra förhållanden som är ägnad att påverka prissättningen av finansiella instrument på ett märkbart sätt, som inte finns allmänt tillgänglig och som inte är allmänt känd av marknaden.

Med specifik information avses information som tyder på att en eller flera omständigheter eller händelser har inträffat eller skäligen kan påräknas och som är tillräckligt specifik för att man skall kunna dra slutsatser av dessa omständigheters eller händelsers påverkan på kurserna på de finansiella instrumenten eller relaterade finansiella instrument. Information anses vara ägnad att påverka kurssättningen om det är sannolikt att en förnuftig investerare hade beaktat informationen som en del av beslutsunderlaget för investeringen.

Enligt lagen får ingen med tillgång till insiderinformation teckna sig för, köpa eller sälja, för egen eller annans räkning, finansiella instrument som är noterade på norsk börs eller vars värde är beroende på värdepapper som är noterat på norsk börs och heller inte ge råd om investeringar i finansiella instrument som berörs av informationen⁶⁴. Personer som har tillgång till sådan finansiell information får inte vidarebefordra denna till andra parter.

I lagen föreskrivs också att utgivare av finansiella instrument skall tillse att en förteckning över samtliga personer med tillgång till insiderinformation upprättas. Sådan förteckning skall skickas till Kredittilsynet på begäran.

Vidare finns förbud mot marknadsmissbruk innefattande förbud mot:

- transaktioner eller handelsorders som är ägnad att påverka kurserna på finansiella instrument,
- transaktioner eller handelsorders som har anknytning till marknadsmissbruk, samt
- vidarebefordring av information genom media, Internet eller på annat sätt, som ger eller är ägnad att ge falsk, felaktig eller missvisande signaler om finansiella instrument.

⁶⁴ § 2-3 VPHL.

Nord Pools regler

Enligt Handelsreglerna skall Nord Pool övervaka handeln och försäkra sig om att handeln sker i överensstämmelse med NBL, andra tillämpliga lagar och föreskrifter samt Handelsreglerna. Nord Pools övervakning avser således dels lagar och författningar, dels det interna regelverket som aktörerna genom avtal förbundit sig att följa.

Market Conduct Rules innehåller förbud dels mot insiderhandel på Nord Pool, dels mot marknadsmissbruk.

Förbudet mot insiderhandel innebär att aktörer inte får registrera nya handelsorder eller ingå avtal om köp eller försäljning av finansiella instrument när aktören har tillgång till finansiell information.

Förbudet mot marknadsmissbruk innebär att följande transaktioner är förbjudna:

- transaktioner som är ägnade ge falska eller missvisande signaler om tillgången av och efterfrågan på noterade produkter,
- transaktioner som är ägnade att hålla priset på en noterad produkt på en artificiell nivå.
- Transaktioner som sker med hjälp av fiktiva hjälpmedel eller annan form av bedrägeri eller anordning.

Marknadsmissbruk innefattar även samtliga handlingar som utgör ”Market Manipulation” enligt den lagstiftning som implementerar direktivet 2003/6/EG om insiderhandel och marknadsmissbruk.

Nord Pool har enligt Handelsreglerna rätt att övervaka handeln och tillse att handeln står i överensstämmelse med NBL, annan tillämplig lag samt föreskrifterna. Nord Pool får inleda utredningar mot aktörerna.

Aktörerna är skyldiga att (enligt Market Conduct Rules) tillhandahålla all sådan information som Nord Pool bedömer som relevant vid Nord Pools undersökning av eventuella brott mot reglerna. Skyldigheten att tillhandahålla information gäller oavsett sekretessåtaganden eller liknande åtaganden.

Svenska aktörer

MML gäller dels den svenska värdepappersmarknaden, dels ageranden som berör finansiella instrument som är föremål för registrering på annan marknadsplats inom EES. Lag är således tillämplig i förhållande till såväl spotmarknaden som den finansiella elmarknaden på Nord Pool.

Lagen omfattar handel med finansiella instrument med vilket avses fondpapper eller annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden. Med handel på värdepappersmarknaden avses börs eller någon annan organiserad marknadsplats eller handel med eller genom någon som yrkesmässigt bedriver värdepappersrörelse.

Med insiderinformation avses ”information om en icke offentliggjord eller allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument”.

Informationen måste, för att omfattas av lagen, vara av specifik natur. Allmän information omfattas inte. Informationen måste vara tillräckligt specifik för att slutsatser skall kunna dras om den potentiella effekten av en omständighet eller händelser på de finansiella instrument som informationen avser⁶⁵.

Någon allmän regel för vad som skall anses vara en ”väsentlig” påverkan på priset finns inte. I äldre förarbeten till föregående lagstiftningar på området har poängterats att det inte går att kvantifiera ändringen i procent⁶⁶. I förarbetena till MML anges att hänsyn skall tas till flera olika parametrar, t ex allmänna tendenser på marknaden och det finansiella instrumentets särskilda egenskaper⁶⁷.

Lagen innehåller tre förbud:

- Förbud mot insiderhandel – Den som får insiderinformation och som för egen eller annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådant finansiellt instrument som informationen berör döms för insiderbrott. Detsamma gäller den som med råd eller dåd eller på annat sätt förmår någon annan att förvärva eller avyttra finansiella instrument genom handel på värdepappersmarknaden. Den som av oaktsamhet handlar i enlighet med vad som nyss nämnts döms för vårdslöst insiderförfarande.
- Röjande av insiderinformation – Den som uppsåtligen röjer information som han eller hon inser eller borde inse är insiderinformation döms för obehörigt röjande av insiderinformation. Undantaget är de fall då röjande sker som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åliggande.

65 Enligt prop. 2004/05:142, sid 55, skall information anses vara av specifik natur om den anger omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som har inträffat eller rimligtvis kan förväntas inträffa och informationen är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument eller relaterade derivatinstrument.

66 Trots detta har en 10 % gräns i vissa fall omnämnts i förarbetena, a. a. sid. 56.

67 a. a. sid 56.

Härtill kommer att om informationen blir allmänt känd samtidigt med att den röjs, döms inte till ansvar.

- Otillbörlig marknadspåverkan – Den som vid handel på värdepappersmarknaden eller annars förfar på ett sätt som han eller hon inser är ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset eller andra villkor för handeln med finansiella instrument eller på annat sätt vilseleda köpare eller säljare av sådana instrument, döms för otillbörlig marknadspåverkan.

Till skillnad från den tidigare bestämmelsen i insiderstrafflagen om otillbörlig kurspåverkan krävs inte något uppsåt för att kursen faktiskt skall påverkas.

Otillbörlig marknadspåverkan kan ske antingen genom transaktioner eller handelsorder eller genom informationsspridning. Transaktioner eller handelsorder som kan utgöra otillbörlig marknadspåverkan är sådana som:

- ger eller kan förväntas ge falska eller vilseledande signaler om tillgång, efterfrågan eller pris på finansiella instrument, eller
- genom en eller flera personers agerande låser fast priset på instrumentet vid en onormal eller konstlad nivå.

Otillbörlig marknadspåverkan genom informationsspridning anses föreligga om informationen ger eller kan förväntas ge falska eller vilseledande signaler av betydelse för priset på finansiella instrument, om personen som sprid informationen insåg eller borde ha insett att informationen var falsk.

Priskänslig insiderinformation

Det mest utmärkande särdraget för den finansiella elmarknaden med avseende på insiderproblematik torde vara att aktörerna, eller aktörerna närstående personer, i hög grad är verksamma inom produktion, distribution och försäljning av den underliggande varan, d v s den fysiska elen. Detta kan jämföras med aktiemarknaden där aktörerna i regel inte har insyn i annan kurspåverkande information än den som de noterade bolagen lämnat i enlighet med börsens regler om informationsgivning.

Priskänslig insiderinformation kan enligt vår uppfattning delas upp i två huvudkategorier; 1) information som avser elspotmarknaden (den underliggande varan) och 2) information som avser den finansiella elmarknaden.

- Information avseende elspotmarknaden

Typiskt sett torde den vanligaste formen av priskänslig insiderinformation vara information avseende produktionsförhållandena på den fysiska elmarknaden (alltså information som är direkt hänförlig till elspotmarknaden). Informationen kan avse såväl produktionsstörningar som kapacitetsökningar och omfattas av reglerna om informationsplikt i Disclosure Rules⁶⁸ om tröskelvärdena i dessa regler överskrids.

- Information avseende den finansiella elmarknaden

En genomgång av de svenska aktörerna på den finansiella elmarknaden som har tillstånd att bedriva värdepappersrörelse visar att en stor del av dessa handlar med värdepapper dels för egen räkning, dels för sina kunders räkning. Kunskap om kundernas agerande på marknaden kan vara sådan information som påverkar priset på de finansiella instrumenten. Sådan information kan omfattas av definitionen av insiderinformation i såväl VPHL, MML och Handelsreglerna. För samtliga dessa regler gäller dock att informationen skall vara ägnad att *”väsentligt påverka”* priset på de finansiella instrumenten. Information om kundernas agerande torde i regel inte avse sådana volymer att informationen kan påverka priset mer än marginellt.

- Annan information

Marknaden för den underliggande varan, d v s marknaderna för fysisk el, elcertifikat och utsläppsrätter är beroende av politiska beslut. Kunskap om beslutade (eller planerade), icke offentliggjorda, beslut om skattehöjningar eller beslut som påverkar produktionskostnaderna kan således utgöra insiderinformation.

3.5 Normer avseende samägande av produktionsanläggning

Samägandet av produktionsanläggningar är inte ovanligt på den svenska marknaden för kraftproduktion⁶⁹. Framför allt är det de svenska kärnkraftverken som ägs gemensamt av flera aktörer. Genom samägandet är det oundvikligt att bolagen – som är konkurrenter både på marknaden för kraftproduktion och på marknaden för elhandel – får kännedom om och inblick i varandras produktionskostnader och framtidsplaner.

Några särskilda regler för hantering av samägandet av produktionsanläggningar finns inte inom regelverket för den finansiella elmarknaden. Information som part får inom ramen för samägandet av produktionsanläggning kan naturligtvis vara av sådant slag att den är

⁶⁸ Disclosure Rules p 2.1.

⁶⁹ Se referat av anförande av Konkurrensverkets generaldirektör Claes Nordgren den 6 november 2003 på www.kkv.se.

ägnad att påverka kursen av finansiella instrument i väsentlig grad. MML och den norska värdepappersrätten samt Nord Pools regelverk kan därmed vara tillämpliga på hantering av information som erhållits inom ramen för samägandet.

Konkurrenslagens förbud mot konkurrensbegränsande samarbeten i § 6 konkurrenslagen är tillämpligt på de avtal och övriga överenskommelser som träffas om samägandet av produktionsanläggningar. Överenskommelser som syftar till eller har till effekt att begränsa konkurrensen är således förbjudna enligt nämnda bestämmelse.

3.6 Normer avseende vertikal integration

Några specifika regler om hur produktion och finansiell handel inom en och samma företagsgrupp skall organiseras finns inte i vare sig den norska eller den svenska finansiella lagstiftningen.

VPHL innehåller emellertid vissa regler som indirekt kan påverka den vertikala integrationen av produktion och finansiell handel. Bl a föreskrivs i VPHL att värdepappersbolag skall organiseras och struktureras på ett sådant sätt att risken för intressekonflikter mellan bolagets kunders och bolagets egna intressen minimeras⁷⁰. Denna regel gäller dock inte för värdepappersbolag som enbart bedriver verksamhet med handel med råvaruderivat⁷¹. Vidare föreskriver VPHL att värdepappersbolag skall sträva efter att undvika intressekonflikter bl a genom att tillse att kundernas intressen går för det egna bolagets intressen. Denna regel gäller även utländska aktörer⁷².

Även den svenska lagstiftningen innehåller regler som indirekt påverkar integrationen. Exempelvis följer av det skundhetskravet (se ovan) att verksamheten skall organiseras på ett sådant sätt att intressekonflikter skall undvikas. Rörelsereglerna i 3 kap VPL, som bl a reglerar vilka tillgångar ett värdepappersbolag får äga, påverkar i viss mån hur verksamheten organiseras i det att en organisatorisk åtskillnad mellan olika rörelsegrenar i koncernen är nödvändig. Bestämmelserna i Finansinspektionens föreskrifter FFFS 2002:7, om kinesiska murar avser som anförts tidigare enbart separering av corporate finance-avdelning från värdepappersbolags övriga rörelse⁷³.

Vad gäller regelverket på Nord Pool innehåller inte heller detta några direkta föreskrifter i med avseende på vertikal integration. Handels-

⁷⁰ § 9-1 punkt 5 VPHL.

⁷¹ § 1-7 VPHL.

⁷² § 9-2 VPHL.

⁷³ Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2002:7) om uppföranderegler på värdepappersmarknaden.

reglerna innehåller emellertid ett undantag från förbudet att handla på Nord Pool om aktören har insiderinformation. Undantaget gäller om verksamheten organiseras på ett sådant sätt att den avdelning som ansvarar för handeln hålls separerad från den del av verksamheten där personen med insiderinformation arbetar. Undantaget kan indirekt påverka organisation och struktur hos aktörerna.

3.7 Normer avseende likviditet

Likviditeten på den finansiella elmarknaden i elderivat regleras över huvud taget inte av lagstiftning. Däremot kan lagstiftningen på finansmarknaden, Nord Pools regelverk samt avgifterna för handeln påverka likviditeten på Nord Pool.

De regler som omgärdar handeln på marknaden och de krav som ställs på aktörerna kan medföra att kunder väljer att handla genom mäklare eller att handla bilateralt⁷⁴. Vid affärer mellan större aktörer på marknaden anses kreditrisken som låg och behovet av att cleara affären genom Nord Pool minskar. Detta kan leda till att parterna istället handlar bilateralt eller via mäklare och sparar in clearingavgifter. Någon konkurrens på clearingmarknaden finns inte.

Nord Pool beslutar om vilka instrument som noteras på börsen. Endast noterade instrument kan clearas genom Nord Pool. Likviditeten på marknaden skulle kunna påverkas positivt om det var möjligt att cleara även onoterade instrument. Detta förutsätter dock att Nord Pool kan få ett pris för de handlade kontrakten från en oberoende part som kan ligga till grund för säkerhetens storlek. Clearing av onoterade instrument medför att parterna slipper ta motpartsrisken vilket kan ha en stimulerande effekt på omsättningen.

Andra tänkbara orsaker som kan påverka likviditeten är Nord Pools krav på säkerhet som kan vara mycket ansträngande för ett bolags finansiella situation.

Likviditeten på den finansiella elmarknaden i elcertifikat och utsläppsrätter regleras i viss mån av lagstiftning eftersom lagstiftningen anger villkoren för elcertifikat och utsläppsrätter.

⁷⁴ Se SOU 2004:129, Rapport 1 s. 107.

4. ÄR LAGSTIFTNINGEN ADEKVAT?

Frågeställning: Är det så att gällande finansiell lagstiftning och regelverk inte är anpassade till marknaden för elderivat (och ev. andra råvarumarknader) eller hur skulle ni beskriva det? Vilka förändringar/anpassningar ser ni som skulle kunna innebära förbättringar för den finansiella marknadens transparens, informationshantering (insiderinfo, intressekonflikter m m), effektivitet och likviditet?

Den finansiella lagstiftningen, i såväl Norge som i Sverige, omfattar numera handel i elderivat⁷⁵. Vare sig VPL eller VPHL är i första hand utformade för elderivatmarknaden, utan för värdepappersmarknaden i stort. De regler som finns i respektive lagstiftning är dock generella till sin karaktär och är såvida inte annat angivits tillämpliga på elderivatmarknaden.

Att elderivatmarknaden inte varit en prioriterad fråga för lagstiftaren eller tillsynsmyndigheter avspeglas bl a i Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2002:7) om uppföranderegler för värdepappersmarknaden där det finns ett antal särskilda bestämmelser som gäller aktier (bl a 8 kap) och traditionella värdepapper av det slag som handlas på Stockholmsbörsen (10 kap 1 §).

Här bör också sägas att kapitaltäckningsreglerna i 5 kap VPL och annan finansiell lagstiftning måhända inte är lika relevanta på den finansiella elmarknaden som på värdepappersmarknaden i stort. Den finansiella elmarknaden är en marknad för professionella aktörer som själva har utvecklat ett system för att hantera motpartsrisker i den handel som sker utanför Nord Pool. Systemet bygger på att parterna har särskilda kontraktuella regler om beräkning av aktuell exponering, kreditlimiter och ställande av säkerhet. Med hänsyn till att detta system fungerar väl kan det ifrågasättas om kapitaltäckningskraven skall upprätthållas för parterna på den finansiella elmarknaden.

Förslag på reformer av regelverket lämnas under avsnitt 11 nedan.

⁷⁵ VPHL omfattar handeln i varuderivat i väsentliga delar, se § 1-7 VPHL.

5. MARKNADENS EFFEKTIVITET OCH FUNKTION

Frågeställning: Vilka hinder, begränsningar och brister ser ni idag i den finansiella marknadens effektivitet och funktion? (I den mån ni tror att ni kan svara på detta).

5.1 Är marknaden transparent?

Enligt de aktörer som vi har inhämtat synpunkter från fungerar marknadsinformationen på ett tillfredställande sätt. Enligt aktörerna är marknaden är transparent. En synpunkt som framkommit är att systemet med UMM fungerar bra och ger relevant information i rätt tid. Här bör sägas att parterna har tillgång till särskilda system för elektronisk informationshantering och bevakningstjänster som kontinuerligt tillhandahåller relevant information. Den insyn aktörerna har i förhållandena på marknaden skiljer sig således markant från den insyn en utomstående part har.

De synpunkter som framkommit rör främst den handel som inte clearas på Nord Pool och som är av väsentlig omfattning. Det faktum att en stor del av handeln inte clearas – och i flera fall inte ens kan clearas, ens om parterna hade önskat det – minskar transparensen på marknaden. Det finns exempel på marknader där icke noterade produkter clearas av marknadsplatsen. Detta medför dels att transparensen ökar, dels att motpartsriskerna minskar, vilket i sin tur leder till en ökad handel och ökad likviditet (i marknaden i stort).

5.2 Är hanteringen av insiderinformation bra idag?

Från de aktörer som lämnat synpunkter har framhållits att hanteringen av insiderinformation fungerar bra. Insiderinformation upplevs såvitt vi inhämtat inte som ett problem för industrin.

Aktörer som enbart sysslar med egenhandel för bolag inom samma koncern omfattas inte av reglerna om tillståndsplikt enligt VPL och står därmed inte under FI:s tillsyn. Däremot omfattas sådana aktörer av reglerna om insiderinformation i VPHL och i handelsreglerna, och för svenska aktörer, av reglerna i MML. Det regelverk som primärt innehåller reglerna om hantering av insiderinformation är således tillämpligt för samtliga aktörer.

Det har anförts att avsaknaden av krav på kinesiska murar mellan exempelvis handlare och anställda som exempelvis sysslar med kraftproduktion, liknande de som gäller för bankernas corporate finance-avdelningar, är en brist i svensk lagstiftning. De företag som enligt vår uppfattning skulle beröras av sådana krav är dock främst de större kraftproducenterna som även sysslar med handel av kraftderivat

för att internt säkra sig mot prisförändringar. Sådana företag står idag inte under FI:s tillsyn och är också undantagna i MiFID. Krav på kinesiska murar kan rimligen inte enbart gälla sådana aktörer som är tillståndspliktiga som värdepappersbolag, utan även aktörer med betydande marknadsinflytande som inte är tillståndspliktiga.

Aktörer som står under FI:s tillsyn idag är typiskt sett sådana företag som enbart sysslar med handel för annans räkning och som inte sysslar med kraftproduktion samt bolag som sysslar med tillståndspliktig verksamhet och som ingår i samma koncern som elproducenter.

5.3 Är hanteringen av intressekonflikter bra idag?

Regelverket om hur intressekonflikter skall hanteras är allmänt hållt och lämnar åt marknadsaktörer att själv anordna sin verksamhet på ett sätt som gör att riskerna för intressekonflikter minimeras. Som exempel kan nämnas bestämmelserna i VPHL och svenska FI:s föreskrifter, som båda anger att intressekonflikter skall undvikas men som inte anger hur bolagen skall organiseras för att uppnå detta.

Om förekomsten av intressekonflikter är ett problem på marknaden bör regelverket på ett mera konkret och detaljerat sätt ange vilka åtgärder som aktörerna skall vidta, exempelvis vad avser separation mellan olika avdelningar inom verksamheten. Detta måste också kombineras med en intensifierad marknadsövervakning.

Här kan nämnas att implementeringen av MiFID kommer innebära att ett antal regler om intressekonflikter. De flesta av dessa regler finns redan i såväl svensk som norsk lagstiftning.

Artikel 13.3 i MiFID föreskriver att varje värdepappersföretag skall fastställa och tillämpa effektiva organisatoriska och administrativa förfaranden så att alla rimliga mått och steg vidtas för att förhindra att deras kunders intressen påverkas negativt av intressekonflikter i enlighet med artikel 18.

I artikel 18 föreskrivs bl a att medlemsstaterna skall kräva av värdepappersföretagen att de vidtar alla rimliga åtgärder för att identifiera intressekonflikter mellan företaget (inbegripet deras anställda) och företagets kunder samt mellan olika kunder. Vidare föreskrivs om en plikt att informera kunderna om eventuella intressekonflikter.

Kommissionen har, på basis av det förslag som lämnats av den särskilda kommitté som bildats för att lämna förslag beträffande implementeringen av direktivet, utarbetat ett utkast till generella regler

för intressekonflikter i värdepappersinstitut⁷⁶. Dessa regler, i den slutliga utformningen, kommer att ligga till grund för implementeringen av MiFID på nationell nivå och kommer avsevärt att öka graden av detaljreglering på området⁷⁷. I kommissionens utkast⁷⁸ föreslås bland annat att varje värdepappersinstitut skall ha skriftliga regler för hur intressekonflikter skall hanteras, att värdepappersbolag bör överväga bland annat följande åtgärder för att förebygga intressekonflikter.

- Kinesiska murar
- Separerad tillsyn över verksamheter som kan ge upphov till intressekonflikter
- Begränsa möjligheterna för personer att vara engagerade i olika verksamheter i bolaget som kan ge upphov till intressekonflikter.

5.4 Är likviditeten bra idag?

FI har i sin utredning anført att likviditeten, mätt i relation till omsättningen på den fysiska marknaden, borde kunna förbättras. Huruvida likviditeten på marknaden är god är ingen juridisk fråga. De företag som vi inhämtat synpunkter från har anført att likviditeten är fullt tillräcklig. Enligt en aktör är likviditeten, mätt i det kapital som omsätts på marknaden, lika god som under den period Enron och övriga amerikanska aktörer var verksamma på den nordiska elmarknaden. På grund av att prisnivåerna är högre är omsättningen mätt i relation till omsättningen på den fysiska marknaden dock lägre.

Förslag som lämnats på likviditetshöjande åtgärder är följande.

- Notering av kontrakt med längre löptid än idag, helst 5-6 år. En marknad för dessa kontrakt existerar redan idag eftersom det finns en efterfrågan från industriföretagen för att prissäkra sig för längre tid än fyra år. Denna marknad är för närvarande helt bilateral och kan inte clearas genom Nord Pool.
- Clearing av onoterade värdepapper genom Nord Pool clearing. Omsättningen i kontrakt som inte är noterade är betydande. En hämmande faktor är att parterna själva måste stå motpartsrisken när avslut inte clearas genom Nord Pool. Likviditeten skulle öka

⁷⁶ Committee of European Securities Regulators (CESR)

⁷⁷ Implementeringsprocessen av MiFID bedrivs på ett i hög grad detaljstyrt sätt vilket medför att utrymmet för avvikelser på nationell nivå är begränsat. För en beskrivning av implementeringsarbetet hänvisas till Lars Afrells artikel "Är värdepappersinstitutets egna regler och ökad genomlysning rätt väg?" i Intressekonflikter och finansiella marknader, red. Gunnar Nord och Per Thorell.

⁷⁸ DG Internal Market Services' revised working document on the implementation of Articles 13 and 18 of the European Parliament and Council Directive 2004/39/EC.

om det var möjligt att cleara icke-standardiserade produkter. Detta skulle dock kräva att Nord Pool får pris avseende produkten från marknaden.

- Öka antalet säljare av finansiella elderivat. I dagsläget är säljarna i klar minoritet vilket gör att den s k spreaden är stor (skillnad mellan köp och säljkurs) vilket påverkar likviditeten negativt. Särskilt beträffande CfD-kontrakten, där regionala delmarknader finns, är det tydligt att det finns för få säljare.

5.5 Är förtroendet bra idag?

Enligt vad vi inhämtat är förtroendet för marknaden bra och antalet finansiella aktörer (exempelvis hedgefonder) som agerar på Nord Pool har börjat öka.

Allmänt sett kan sägas att en effektiv marknadsövervakning stärker förtroendet. Åtgärder för att övervaka efterlevnaden av lagstiftning och regler är således av intresse.

6. TILLSYN OCH KONTROLLFUNKTIONER

Frågeställning: Vilka står under tillsyn? Varför? Vilka förändringar kommer att ske i och med MiFID? Status? Vad innebär tillståndsplikten? Vilka är rättigheterna och skyldigheterna? Hur sker tillsyn och marknadsövervakning idag?

6.1 Allmänt

Den finansiella elhandeln är underkastad VPHL, NBL samt Nord Pools börsregler (för det fall handeln sker där). Därtill skall de svenska aktörerna följa LHF samt, såvitt avser de svenska värdepappersbolagen, VPL.

Efterlevanden av den finansiella elmarknadens regelverk övervakas såväl av marknadsplatsen själv genom exempelvis en disciplinnämnd, som av den norska tillsynsmyndigheten Kredittilsynet och den svenska tillsynsmyndigheten FI.

6.2 Norska aktörer

Norsk börs eller annan auktoriserad marknadsplats

Kredittilsynet utövar bl a tillsyn över Nord Pool ASA samt Nord Pool Clearing ASA såsom börs respektive clearinghus för den finansiella

elmarknaden. Syftet med tillsynen är att säkerställa effektiva, välorganiserade och förtroendeingivande marknader.

För att bedriva verksamhet som börs eller auktoriserad marknad krävs tillstånd från Finansdepartementet.⁷⁹ Vid en ansökan att bedriva sådan verksamhet skall Kredittilsynet avge ett utlåtande till Finansdepartementet.

Kredittilsynet övervakar de reglerade marknadsplatserna genom såväl dokumentbaserad tillsyn som platstillsyn. Den dokumentbaserade tillsynen har sitt underlag i periodiska rapporteringar från aktörerna på den reglerade marknaden. Därtill är den reglerade marknaden skyldig att tillhandahålla Kredittilsynet de upplysningar som myndigheten kräver samt att varsla myndigheten om vissa förhållanden uppstår på marknaden.⁸⁰

Eftersom behörigheten att ge tillstånd enligt NBL ligger på det norska Finansdepartementet är det också departementet som har behörighet att återkalla tillståndet.⁸¹ Kredittilsynet kan emellertid ge börs eller auktoriserad marknad föreläggande om att vidta rättelse om företaget handlar i strid med lag eller bestämmelser utfärdade med stöd av lag eller egna regler eller bolagsordning.⁸²

Handlare med finansiella instrument i på norsk marknad

Värdepappersbolag och andra aktörer som handlar med finansiella instrument är underkastade Kredittilsynets övervakning.⁸³ Viktiga tillsynsområden är aktörernas finansiella ställning och drift. Syftet med tillsynsverksamheten är att säkerställa efterlevnaden av VPHL:s bestämmelser och dess ändamål att tillförsäkra en säker och effektiv handel med finansiella instrument.⁸⁴

Som huvudregel krävs tillstånd från det norska Finansdepartementet för att tillhandahålla investeringstjänster knutna till finansiella instrument. Tillhandahållande av investeringstjänster till råvaruderivat är emellertid undantaget från tillståndsplikten.⁸⁵

Såväl tillståndspliktiga som icke tillståndspliktiga aktörer har upplysningsplikt och skyldighet att ge Kredittilsynet de upplysningar

⁷⁹ § 6-1 första stycket VPHL.

⁸⁰ § 8-2 NBL.

⁸¹ § 2-3 NBL.

⁸² § 8-4 NBL.

⁸³ Lov 1956-12-07 nr 01: Lov om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (Kredittilsynsloven) § 1 punkt 14 och § 2.

⁸⁴ § 1-1 VPHL.

⁸⁵ § 1-7 VPHL.

som myndigheten kräver i förbindelse med sin tillsynsverksamhet.⁸⁶ Vidare föreligger en rapporteringsplikt vid misstanke om insiderhandel eller marknadsmanipulation.⁸⁷ Bolagets revisor är under vissa förhållanden skyldig att rapportera till Kredittilsynet om förhållanden i bolaget.⁸⁸

Kredittilsynet kan vidta åtgärd såsom att sammankalla aktörens styrelse⁸⁹ samt förelägga om rättelse för det fall en aktör handlar i strid med VPHL eller bestämmelse som meddelats med stöd av denna.⁹⁰ Vid oaktsam eller uppsåtlig överträdelse av bl a bestämmelser i VPHL rörande otillbörliga verksamhetsmetoder⁹¹, kurspåverkan⁹² och god sed⁹³, kan Kredittilsynet ingripa genom att förelägga om avstående från vinst.⁹⁴ Myndigheten kan även rapportera överträdelser till åklagarmyndigheten och skall vid misstanke om straffbar handling rapportera detta till den norska myndigheten för ekonomisk brottslighet, ØKOKRIM.

Kredittilsynet kan ingripa mot aktör som bedriver tillståndspliktig verksamhet utan att ha tillåtelse därtill genom att förelägga vederbörande om att upphöra med verksamheten.⁹⁵

6.3 Nord Pool-medlemmar

Nord Pool bevakar sina medlemmars handel på Nord Pools finansiella marknad för att kontrollera att gällande regler och lagar följs.⁹⁶ Marknadsövervakningen organiseras i en enhet som kallas Nord Pool Markedsovervakning. Enheten granskar såväl den fysiska som den finansiella börsen och rapporterar till den administrativa enheten på Nord Pool ASA. Nord Pool reglerar förhållandet till medlemmarna i egna avtal som ålägger aktörerna en upplysningsplikt. Aktör som inte efterkommer begäran om att få ut information kan i enlighet med Market Conduct Rules åläggas ett vite som löper till dess att informationen utlämnats. Vid brott mot regelverket på Nord Pool kan Nord utfärda en offentlig varning eller påföra aktören en avgift om upp till NOK 1 miljon (engångsavgift eller löpande avgift till dess överträdelsen upphör). Utfärdas en varning skall den offentliggöras och

⁸⁶ § 3-4 Kredittilsynsloven och §§ 12-2 och 12-2a VPHL.

⁸⁷ § 2-11 VPHL.

⁸⁸ § 3 a första stycket Kredittilsynsloven.

⁸⁹ § 5 Kredittilsynsloven.

⁹⁰ § 12-4 VPHL.

⁹¹ § 2-5 VPHL.

⁹² § 2-6 VPHL.

⁹³ § 9-2 VPHL.

⁹⁴ § 14-2 VPHL.

⁹⁵ Kredittilsynsloven § 4 a

⁹⁶ Detta är ett krav enligt NBL § 3-3.

motivering lämnas. Upprepade brott eller särskilt allvarliga brott mot reglerna kan även leda till avstängning, till dess att brottet avhjälpes eller enligt Nord Pools diskretion. I fall av väsentliga brott mot reglerna, eller om aktör vid ett flertal tidigare fall agerat i strid med reglerna, kan Nord Pool besluta att säga upp medlemsavtalet med omedelbar effekt samt att stänga av aktören permanent.

Det finns ett förslag till ändring i sanktionerna, som för närvarande ligger hos Kredittilsynet för godkännande och som innebär att Nord Pool även kan meddela muntliga varningar till aktör som inte offentliggörs. Därtill föreslås att det högsta bötesbeloppet höjs från NOK 1 miljon till NOK 10 miljoner på den finansiella delen av marknaden.

Resultatet sammanställs årligen i tre rapporter, Market Surveillance Reports. Det har förekommit ett fåtal misstänkta fall av marknadsmissbruk på Nord Pool som utretts av Nord Pool. I alla dessa fall har Nord Pool, efter det att man erhållit förklaring från aktören, konstaterat att marknadsmissbruk inte kunnat påvisas. Vidare har ett fåtal misstänkt brott mot informationsplikten lett till skriftliga varningar. I övrigt har inga sanktioner vidtagits på den finansiella elmarknaden.

6.4 Svensk aktörer

Värdepappersbolag som är verksamma på den finansiella elmarknaden underställs FI:s tillsyn såsom tillståndspliktig värdepappersrörelse. Ledstjärna vid tillsynen är att främja upprätthållandet av allmänhetens förtroende och en sund utveckling på värdepappersmarknaden samt att se till att enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Enligt FI finns inga direkta konsumentskyddsaspekter då endast professionella aktörer agerar på den finansiella elmarknaden. Motivet för FI:s tillsynsverksamhet är marknadens effektivitet och genomlysning, d v s frågor som rör marknadsinformation, marknadsorganisation och hantering av intressekonflikter.⁹⁷

Bestämmelser som är tillämpliga när värdepappersbolag organiserar handel i finansiella instrument som inte är noterade vid börs eller auktoriserad marknadsplats finns i FFFS 2001:5 om marknadsövervakning vid börser m.fl. Enligt 2 kap i föreskrifterna skall ett värdepappersbolag när det anordnar sådan handel som nämnts ovan, organisera sin verksamhet på ett sådant sätt att handel i strid med MML, andra författningar på värdepappersmarknaden eller god sed på aktiemarknaden kan upptäckas. Med organiserad handel avses sådan handel i vilken en vidare kundkrets har rätt att delta och där handeln sker med sådan frekvens att en fortlöpande prissättning uppkommer.

⁹⁷ Finansinspektionens rapport 2005:6 Den finansiella elmarknaden.

Enligt vår uppfattning är denna bestämmelse tillämplig i förhållande till värdepappersbolag som organiserar handel i värdepapper utanför Nord Pool, exempelvis handel i OTC-derivat som utbjuds på marknaden av vissa större elhandelsföretag.

Ett svenskt värdepappersbolag som organiserar handel på den nordiska finansiella elmarknaden med instrument som inte är noterade vid Nord Pool eller annan auktoriserad marknadsplats, skall övervaka eller låta övervaka att handeln på marknaden sker i enlighet med god sed på värdepappersmarknaden, lag om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument och andra tillämpliga författningar.⁹⁸

Marknadsövervakningen skall bestå i (i) kontinuerlig bevakning av handeln och kursutvecklingen, (ii) bedömning av kursutvecklingen mot bakgrund av uppgifter i massmedia och i system som tillhandahåller information samt (iii) inhämtning av information vid misstänkt handel i strid med lag och god sed på värdepappersmarknaden.⁹⁹ Vid misstanke om handel i strid med lag eller god sed på marknaden skall värdepappersbolaget skyndsamt informera FI härom.¹⁰⁰

Tillsynen består dels i den undersökning som görs i samband med att tillstånd att bedriva verksamheten meddelas, dels i den kontinuerliga granskningsverksamheten.

Tillstånd

Tillståndsansökan skall redovisa aktörens förutsättningar att uppfylla de villkor som ställs upp i VPL, såsom förutsättningarna att uppfylla kraven på en sund värdepappersrörelse. Härvid granskar FI aktörens säkerhets- och kontrollorganisation, kunskap och lämplighet.¹⁰¹

Tillsyn

Sedan tillstånd beviljats står aktören under FI:s tillsyn. FI granskar härvid risker och kontrollsystem i företagen samt övervakar att de följer lagar, förordningar och andra regler. Den periodiska rapporteringen från

⁹⁸ 2 kap 1 § Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2001:5) om marknadsövervakning vid börser, auktoriserade marknadsplatser och värdepappersinstitut samt föreskrifter (FFFS 2005:7) om ändring i Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2001:5) om marknadsövervakning vid börser, auktoriserade marknadsplatser och värdepappersinstitut.

⁹⁹ 2 kap 2 § Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2001:5) om marknadsövervakning vid börser, auktoriserade marknadsplatser och värdepappersinstitut samt FFFS 2005:7 Föreskrifter om ändring i Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2001:5) om marknadsövervakning vid börser, auktoriserade marknadsplatser och värdepappersinstitut.

¹⁰⁰ 2 kap 5 § FFFS 2001:5 Finansinspektionens föreskrifter om marknadsövervakning vid börser, auktoriserade marknadsplatser och värdepappersinstitut samt FFFS 2005:7 Föreskrifter om ändring i Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2001:5) om marknadsövervakning vid börser, auktoriserade marknadsplatser och värdepappersinstitut.

¹⁰¹ Se FFFS 2002:5 Finansinspektionens allmänna råd om värdepappersrörelse.

företagen bildar underlaget för analyser och kontroller.¹⁰² I tillsynsverksamheten kan FI begära in upplysningar från aktören om dess verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter¹⁰³ samt utföra platsundersökningar för att undersöka aktörens riskhantering och kontrollsystem. Därtill kan FI förordna särskild revisor samt sammankalla aktörens styrelse. Övervakningen av reglerna för värdepappershandeln gäller inte bara företag utan även enskilda personer. Inspektionen lämplighetsprövar både ägare och ledande befattningshavare.

FI övervakar att insiderlagen och MML följs. I LHF finns bestämmelser om FI:s rätt att få de uppgifter som behövs för övervakningen enligt MML. Så snart det finns anledning att anta att brott har begåtts enligt denna lag skall inspektionen göra anmälan till åklagare.

Åtgärder

Agerar aktör i strid med lag eller annan författning som reglerar dess verksamhet, mot föreskrift som meddelats med stöd av sådan författning eller mot bolagsordningen, har FI att vidta åtgärder.

Förbud mot verkställighet

Har en aktör fattat ett beslut som strider mot lagen eller annan författning eller föreskrift som reglerar aktörens verksamhet eller strider mot bolagsordningen, kan FI förbjuda verkställigheten av beslutet.¹⁰⁴ Om beslutet redan är verkställt, kan FI förelägga företaget att vidta rättelse.¹⁰⁵

Förbud mot handel på olämplig marknad, m m

FI kan också förbjuda verkställighet eller förelägga en svensk aktör att upphöra med sin verksamhet som omfattar handel med finansiella instrument om det med hänsyn till reglerna för eller tillsynen över marknaden framstår som uppenbart olämpligt att institutet driver handel där.¹⁰⁶ Vidare kan FI förelägga den som deltar eller medverkar i handel med ett finansiellt instrument att upphöra med verksamheten.¹⁰⁷ Detta får ske om handeln strider mot den grundläggande principen att handeln skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte

¹⁰² Se FFFS 2005:12.

¹⁰³ 6 kap 1 § VPL.

¹⁰⁴ 6 kap 7 § VPL.

¹⁰⁵ Prop. 2004/05:142 s. 111.

¹⁰⁶ 6 kap 8 § VPL.

¹⁰⁷ 6 kap 2 § LHF.

otillbörligen äventyras, såsom om handeln strider mot sundhetsregeln i 1 kap 2 § LHF eller om aktören systematiskt deltar i handel som ligger på gränsen till otillbörlig marknadspåverkan.¹⁰⁸ Det får även ske om föreskrifterna om förfogande över andras finansiella instrument inte iakttas. Ett förbud enligt dessa bestämmelser kan rikta sig mot såväl fysiska som juridiska personer.¹⁰⁹

Återkalla tillstånd eller meddela varning

Värdepappersinstitutets tillstånd kan återkallas om en bestämmelse som avses i 6 kap 7 § VPL överträds eller om institutet på annat sätt visat sig olämpligt att utöva sådan värdepappersrörelse som tillståndet avser.¹¹⁰ FI kan även återkalla tillståndet att bedriva verksamheten om någon som ingår i styrelsen eller är verkställande direktör eller vice verkställande direktör inte uppfyller lagens krav på lämplighet. Bestämmelsen innebär i praktiken att inspektionen kan hindra olämpliga personer från att inneha vissa uppdrag.

I stället för återkallelse får inspektionen, om det bedöms vara tillräckligt, meddela en varning.¹¹¹ Om aktören inte tar rättelse av en varning, så kan återkallelse av tillståndet ske senare. FI får också ingripa mot den som organiserar tillståndspliktig handel med finansiella instrument men saknar tillstånd. Den ansvarige kan då föreläggas att upphöra med verksamheten.

FI har hittills inte vidtagit några sanktioner gentemot aktörer på den finansiella elmarknaden.

Upplysningsskyldighet

De aktörer som står under FI:s tillsyn har skyldighet att lämna de upplysningar som inspektionen begär.¹¹² I vissa situationer föreligger även uppgiftsskyldighet för andra företag om de handlar med finansiella instrument och har ett väsentligt samband med ett värdepappersbolag som står under tillsyn, så kallade sambandsföretag.¹¹³ Inspektionen får begära upplysningar som förhållandet mellan värdepappersrörelsen och sambandsföretaget och om den verksamhet som anknyter till värdepappersrörelsen. Väsentligt samband anses föreligga om institutet och det andra företaget leds eller står under väsentligt inflytande av samma eller i huvudsak samma personer som är nära släkt med

¹⁰⁸ SOU 2004:69 s. 141.

¹⁰⁹ Prop. 2004/05:142 s. 112.

¹¹⁰ 6 kap 9 § VPL.

¹¹¹ 6 kap 9 a § VPL.

¹¹² 6 kap 1 § VPL.

¹¹³ 6 kap 3 § VPL.

varandra. Väsentligt samband kan också föreligga om resultaten i de båda företagen helt eller till betydande del fördelas inom den nämnda personkretsen. Till ledningen räknas i detta sammanhang verkställande direktör, vice verkställande direktör och styrelseledamöter. Till ägare som anses ha ett väsentligt inflytande räknas i huvudsak ägare med minst tio procent av rösterna eller kapitalet i båda företagen.

Enligt 6 kap 1 a § VPL kan Finansinspektionen anmoda ett företag eller person att lämna uppgifter, handlingar eller annat för att kontrollera efterlevnaden av MML, VPL, LHF och lag om börs och clearingverksamhet. Även aktör som inte omfattas av tillståndsplikt kan anmodas att lämna upplysningar. Anmodan kan förenas med vite¹¹⁴. Det är således möjligt att kräva information från icke tillståndspliktiga aktörer.

Vite

FI:s förelägganden eller förbud enligt ovan får förenas med vite.¹¹⁵ Vite kan således föreläggas såväl juridiska som fysiska personer. Inspektionen har dock ingen rätt att döma ut förelagt vite utan får ansöka om utdömande av vite hos länsrätten. Inspektionens beslut kan överklagas hos nämnda domstol.¹¹⁶

6.5 Samarbete mellan nationella tillsynsmyndigheter

EU/EES har inte några övernationella tillsynsmyndigheter på den finansiella elmarknaden. Samarbetet mellan nationella tillsynsmyndigheter är inte reglerat i någon författning.

Enligt investeringstjänstedirektivet gäller principen om hemlandstillsyn för aktörer från EU/EES-området. I utlandet etablerade filialer står i första hand under tillsyn av tillsynsmyndigheten i hemlandet. Värmlandets tillsynsmyndighet har dock kvar ansvaret för tillsyn som behövs för kontroll av att filialens verksamhet bedrivs under sunda former.

Eftersom den myndigheten befinner sig närmast filialen och därmed är bättre lämpad att upptäcka och i förekommande fall ingripa mot eventuella överträdelser av de regler som råder för filialens verksamhet, föreskrivs i MiFID ett utökat samarbete mellan tillsynsmyndigheterna såväl avseende samråd vid tillståndsprövning som avseende tillsyn, informationsutbyte, utredningar och åtgärder.

¹¹⁴ 6 kap 2 § LHF.

¹¹⁵ 6 kap 12 § VPL och 6 kap 2 och 3 §§ LHF.

¹¹⁶ 7 kap 1 § LHF.

MiFID ställer delvis nya och större krav på tillsynen genom att betona myndigheternas kontinuerliga ansvar för att övervaka att aktörerna uppfyller de krav som uppställs i regelverket. I övrigt se redogörelse för MiFID och dess konsekvenser under avsnitt A ovan.

Vad innebär tillståndsplikten? Vilka är rättigheterna och skyldigheterna?

En aktör som erhållit tillstånd har rätt att tillhandahålla tjänster i enlighet med tillståndet inom EU/EES-området, utan att ytterligare krav åläggs verksamheten.¹¹⁷

En tillståndspliktig aktör skall vid varje tidpunkt uppfylla kraven för tillståndet (upplysningsplikt, krav på hantering av intressekonflikter och investerarskydd etc.) och är underkastad en regelbunden granskning.¹¹⁸

7. DEFINITION AV ELMARKNADENS INSTRUMENT

Frågeställning: Elderivat, utsläppsrätter (och elcertifikat) är definierade som finansiella instrument idag i Sverige. Hur ser definitionen ut i andra länder (nordiska och några andra)? Varför är det olika? Konsekvenser? Är förändringar på gång (t ex genom MiFID)?

I Sverige omfattas elderivat, utsläppsrätter och elcertifikat av definitionen av finansiella instrument enligt LHF.

I Norge omfattas elderivat av VPHL. Handeln med elderivat står därmed under tillsyn. Emellertid är handel med elderivat undantaget tillståndsplikt i Norge och tillsynen är därför mer begränsad.

Elderivat omfattas av den finska värdepapperslagstiftningen och formellt sett står handeln med elderivat under tillsyn. I Finland är emellertid dels koncernintern handel, dels handel med elderivat som tillhandahålls i något annat syfte än investeringssyfte, undantagna från lagen om värdepappersföretag¹¹⁹. Sådan handel står därmed inte alls under tillsyn av den finska Finansinspektionen. Sistnämnda undantag är betydande då endast en liten del av den totala handeln tillhandahålls i rent investeringssyfte.

Elderivat omfattas av den danska värdepapperslagstiftningen. I Danmark undantas dock från tillståndsplikten dels koncernintern handel, dels handel med elderivat som tillhandahålls av företag vars

¹¹⁷ Se bl a MiFID artiklarna 31-35.

¹¹⁸ Se bl a MiFID artiklarna 16-30.

¹¹⁹ (lag om värdepappersföretag 26.7.1996/579)

huvudsakliga verksamhet är elhandel med elförbrukare som under det senaste året har haft en konsumtion om minst 10 GWh samt med andra kunder vars huvudverksamhet är handel med eller produktion av el¹²⁰. Eftersom en överväldigande del av aktörerna på marknaden antingen är större konsumenter eller elbolag, är undantagen från tillståndsplikten betydande.

Sammanfattningsvis är det endast en liten del av handeln med elderivat som kräver tillstånd enligt lagstiftningen i nordiska länderna idag. Även i Sverige är en stor del av volymen på marknaden undandragen tillståndsplikt och kan därigenom inte bli föremål för samma granskning i och med att tillsynsmyndighetens sanktionsmöjligheter och rätt att begära medverkan från bolaget är mera begränsad.

I de nordiska länderna varierar den rättsliga kvalificeringen av andra finansiella instrument på den finansiella elmarknaden än elderivat, vilket framgår av tabellen nedan. Svenska elcertifikat omfattas inte av definitionen av finansiella instrument i något annat nordiskt land.

Som framgår av nedanstående tabell torde samtliga de kontrakt som handlas på Nord Pool, d v s elderivat och forwards avseende utsläppsrätter och elcertifikat, omfattas av definitionen av finansiella instrument enligt MiFID¹²¹.

Tabell: Definition av olika instrument på den finansiella elmarknaden

120 (Bekendtgørelse 938 af 16/09/2004)

¹²¹ Definitionen av finansiella instrument framgår i Bilaga 1 till MiFID. Elderivat torde omfattas av definitionen i avsnitt C punkt 5 (derivat kontrakt med kontant avveckling). Även handel i elcertifikat torde omfattas av denna definition. En viss reservation beträffande handel i elcertifikat är dock nödvändig eftersom direktivet inte är helt otvetydigt på denna punkt. Utsläppsrätterna får anses omfattas av den generella definitionen i avsnitt C punkt 10.

Definierat som finansiellt instrument?	Sverige	Norge	Danmark ¹²²	Finland ¹²³	MIFID
Elderivat	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Utsläppsrätter	Ja	Ja	Ej bedömt	Ja	Ja
... Elcertifikat	Ja	Nej	Nej	Nej	Ja

Konsekvensen av implementeringen av MiFID i de nordiska länderna innebär således att en enhetlig definition av instrumenten på Nord Pool erhålles. Detta underlättar naturligtvis både för marknadens aktörer som för tillsynsmyndigheter. En enhetlig definition av begreppet finansiella instrument medför även en enhetlig tillämpning av marknadsmissbruksdirektivets tillämpning inom Norden, då reglerna i sagda direktiv enbart gäller finansiella instrument.

8. NORSKA BÖRSREGLER KONTRA SVENSKA

Frågeställning: Vad innebär det att den finansiella elmarknaden på Nord Pool regleras av norsk lagstiftning och norska börsregler? Konsekvenser? Skillnader? Viktiga skillnader i lagstiftning m m på dessa områden mellan Sverige och övriga Norden, och dess implikationer. Spelar det någon roll?

8.1 Börsrättsliga regelverk

Mot bakgrund av ett nordiskt samarbete samt en gemenskapsrättslig harmonisering på det börsrättsliga området, är regleringen likartad i de nordiska länderna. Det har bl a förekommit skillnader i regleringen avseende upplysningsplikt och marknadsmissbruk, men dessa skillnader har reducerats genom bl a marknadsmissbrukdirektivet.

8.2 Värdepappersrättsliga regelverk

Vi har tidigare redovisat de norska respektive de svenska värdepappersrättsliga regelverken som är tillämpliga på de olika aktörerna på elmarknaden. Härvid kan noteras att de svenska aktörerna i större utsträckning underkastas tillståndsplikt än de norska aktörerna, se tabell under avsnitt 7. Då Sverige har valt att införa ett sådant nationellt tillståndskrav utan stöd i gemenskapsrättslig harmonisering, innebär det att tillståndet och därtill knutna rättigheter och skyldigheter endast kan hävdas i Sverige. De svenska aktörerna upplever emellertid det som en

¹²² Bygger på telefonsamtal med danska Kredittilsynet.

¹²³ Bygger på telefonsamtal med finska Finansinspektionen.

kvalitetsstämpel på sin verksamhet och att det är en konkurrensfördel i verksamheten riktad gentemot svenska kunder.

9. INFRASTRUKTURAKTÖRER

Frågeställning: Kort om "infrastrukturaktörer" som börser, marknadsplatser, handelsplatser, mäklare – vad skiljer och vilka regelverk finns för dem.

Följande infrastruktur finns på den finansiella elmarknaden:

- Nord Pool ASA,
- Nord Pool Clearing ASA,
- Mäklare som tillhandahåller multilaterala handelsplatser.

Nord Pool ASA och Nord Pool Clearing ASA

Nord Pool ASA och Nord Pool Clearing ASA är båda underkastade den norska börsrättsliga lagstiftningen, se avsnitt 2.2 ovan. Nord Pool Clearing ASA är även underkastat regleringen i kapitel 6 VPHL

Mäklare

VPHL är tillämplig på såväl norska som utländska mäklare som bedriver verksamhet i Norge. Svenska mäklare är till skillnad från norska mäklare underkastade tillståndsplikt och därmed regelverket i VPL. Därtill gäller reglerna i LHF och MML.

10. LAGSTIFTNING OCH SJÄLVREGLERING

Frågeställning: Kort beskrivning av hur finansiell lagstiftning, andra regelverk och självreglering samverkar och bör samverka.

Självreglering är normalt ett resultat av beslut som fattats inom ramen för den verksamhet som bedrivs i olika intresse- eller branschorganisationer. Det är i praktiken omöjligt att genom detaljerad lagstiftning reglera alla delar av värdepappersmarknadens verksamhet. Verkligheten är alltför komplex. Självregleringen fyller således en viktig kompletterande funktion till den lagstiftning som finns på området. Vi kan dock vänta oss att en lagstiftningsteknik som mer i detalj reglerar hur en verksamhet får/ska bedrivas och som tillämpas inom delar av EG kommer att påverka den framtida nordiska lagstiftningen på området.

Få marknader är så beroende av allmänhetens och samhällets förtroende som värdepappersmarknaden. Trots att regler som tillkommit genom

självreglering egentligen inte är bindande förmår de fylla en väsentlig funktion på värdepappersmarknaden genom att de påverkar aktörernas verksamhet.

En väl genomtänkt och balanserad självreglering kan på olika sätt påverka marknadens funktionssätt på ett positivt sätt och gagnar därför ofta aktörernas gemensamma intresse. Den bidrar till att upprätthålla förtroendet för marknaden genom att se till att tydliggöra vad som är sund verksamhet.

Reglerna får genomslag genom att aktörerna i avtal eller genom medlemskap i branschorganisationer förbundit sig att följa dem. Till detta system hör även börsers och auktoriserade marknadsplatsers egna regler och rekommendationer som framgår av medlemsavtal och andra villkor.

Bolag som bryter mot sådana rekommendationer kan därför drabbas av påföljd som kan innebära att de utesluts från möjligheten att agera på marknaden.

Ett exempel på en organisation som i stor utsträckning ägnar sig åt självreglering är Svenska fondhandlareföreningen som bildades år 1908 och är en samarbetsorganisation för företag, som driver värdepappershandel i Sverige. Enligt stadgarna ska föreningen tillvarata medlemmarnas gemensamma intressen. Som exempel på fondhandlareföreningens regler och rekommendationer kan nämnas allmänna villkor för handel med finansiella instrument samt riktlinjer vid handläggning av affärsuppdrag avseende aktier och aktierelaterade finansiella instrument.

11. FÖRSLAG TILL REFORMER

Frågeställning: Förslag på åtgärder för att förbättra transparensen, ”samma information till alla samtidigt”, hantering av insiderinformation, hantering av intressekonflikter, genomlysning och informationshantering, effektivitet på den finansiella marknaden, likviditet och förtroende uppdelat på åtgärder inom:

11.1 Den finansiella lagstiftningen

Förslag för att förbättra transparensen och minska risken för insiderhandel – samma information samtidigt till alla

Ett sätt att minska risken för att insiderinformation blir känd av de personer eller den avdelning inom ett företag som sysslar med handel av finansiella instrument är att all prispåverkande information som skall offentliggöras till marknaden går genom en särskild enhet inom

företaget. I dagsläget är det aktörerna själva som har en skyldighet att delge börsen prispåverkande information.

FI har i sin rapport haft synpunkter på detta ”selektiva sätt” att delge information till marknaden och menat att detta kan jämföras med att en corporate finance-avdelning inom en bank först lämnar insiderinformation till handlaravdelningen inom samma bank som därefter lämnar informationen vidare till börsen.

Även om vi inte funnit några konkreta fall där en aktör agerat på information innan denna delgetts marknaden kan det naturligtvis inte uteslutas att så skett. Blotta misstanken om att så sker och det faktum att regelverket tillåter att aktörerna hanterar prispåverkande marknadsinformation på detta sätt är dock förstås ägnat att minska förtroendet för marknaden som sådan.

Ett system som innebär att prispåverkande information, exempelvis om ett produktionsstopp, går via produktionsavdelningen till en särskild informationsenhet, som organisatoriskt är skild från den övriga verksamheten, och därefter vidarebefordras till börsen, skulle naturligtvis säkerställa att informationen nådde hela marknaden samtidigt.

Förbättring av informationsgivning

Myndigheter kan fatta beslut som kan påverka produktionen av elkraft. I dagsläget saknas regler om hur myndigheter skall offentliggöra prispåverkande information. Det finns risk för att information som är prispåverkande offentliggörs på ett sätt som gör att delar av marknaden nås av informationen långt innan övriga marknaden. Den eller de aktörer som nåts av den offentliggjorda informationen kan agera i enlighet med denna utan att göra sig skyldiga till insiderbrott. Risken för att informationen inte når ut till samtliga aktörer samtidigt är uppenbar med tanke på att myndigheterna finns i fyra olika länder. Ett enhetligt regelverk för berörda myndigheter skulle kunna påverka förhållandena på den nordiska elmarknaden – både den finansiella och den fysiska – i positiv riktning, bl a genom ett ökat informationsflöde. Förutsättningarna för att samtliga aktörer skall nås av samma information samtidigt skulle därmed förbättras .

Insiderinformation och intressekonflikter

Regelverket, både lagstiftningen och Nord Pools regler, är tydliga i förbuden mot insiderhandel. Enligt vår uppfattning finns det inte anledning att förändra reglerna på detta område. En genomgång av Nord Pools marknadsövervakningsrapporter visar att misstankar om

insiderhandel är mycket ovanliga. Inte heller FI eller Kredittilsynet har ingripit mot aktörerna på den finansiella elmarknaden på grund av insiderhandel. Det finns således ingen anledning att anta att insiderhandel (eller andra former av marknadsmissbruk) förekommer i någon större omfattning.

Riskerna för att insiderinformation utnyttjas på ett otillbörligt sätt torde vara störst inom de företagsgrupper som är verksamma inom både elproduktion och elhandel. Företag som sysslar enbart med elhandel, antingen som portföljförvaltare eller som mäklare, har typiskt sett inte tillgång till insiderinformation i samma utsträckning, även om det naturligtvis är tänkbart.

Tänkbara sätt att minska risken för att insiderinformation används i handeln och även risken för intressekonflikter är att kräva organisatorisk och personell separation mellan olika verksamheter.

Detta skulle exempelvis kunna innebära att elhandeln skiljs fysiskt och organisatoriskt från elproduktionen eller att den avdelning som sköter egenhandeln skiljs från portföljförvaltningen. På detta sätt minskas risken för att personer inom företagen av misstag eller genom sina övriga arbetsuppgifter får del av information som kan medföra insiderproblematik och intressekonflikter.

Samägandet av svensk kärnkraftsindustri är något som ofta lyfts fram i debatten som ett problem för informationshanteringen inom den svenska kraftmarknaden.¹²⁴ Samägandet medför att representanter för ägarbolagen, genom styrelsearbete och andra uppgifter i de gemensamägda bolagen, får insyn i förhållande som är av betydelse för övriga ägares verksamhet. Denna information kan påverka bolagens agerande på både den fysiska och den finansiella elmarknaden. Vårt uppdrag omfattar inte att analysera om informationshantering i de gemensamägda produktionsanläggningarna de facto är ett problem. Vad vi kan konstatera är att samägandet är ett upplevt problem och att det finns misstankar om att samägandet påverkar informationshanteringen och konkurrenssituationen på marknaden.

Riskerna för att informationshanteringen i de gemensamma produktionsanläggningarna påverkar konkurrensen och medför intressekonflikter kan minskas genom regler som syftar till att personer som har ledande befattningar (i styrelser eller på andra sätt) i de gemensamma produktionsbolagen inte får ha motsvarande befattningar i ägarbolagen.

¹²⁴ Se bl a Finansinspektionens rapport 2005:6, sid. 15-16.

Intressekonflikter

Den finansiella lagstiftningen innehåller som redovisats ovan generella regler som syftar till att undvika intressekonflikter.

Ett sätt att minska risken för intressekonflikter mellan egenhandel och portföljförvaltning är att införa regler som syftar till att dessa roller delas upp på skilda personer. Sådana regler utgör naturligtvis inte någon garanti för att information om egna positioner inte delges de personer som sysslar med portföljförvaltningen och att dessa personer åsidosätter kundens intresse till förmån för bolagets. Emellertid skulle risken för ”oavsiktliga” intressekonflikter härigenom kunna minimeras.

Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd (FFFS 2005:9) om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter är inte tillämpliga på den verksamhet som bedrivs av aktörerna på den finansiella elmarknaden eftersom investeringsrekommendationerna på denna marknad inte (typiskt sett) är ägnade för allmänheten utan för professionella aktörer. Investeringsrekommendationerna på den finansiella elmarknaden lämnas dessutom typiskt sett inom ramen för ett uppdragsförhållande. Föreskrifternas bestämmelse om att företag som lämnar en investeringsrekommendation är skyldig att lämna uppgift om eventuella ekonomiska intressen som företaget eller närstående har i det finansiella instrument som rekommendationen avser skulle dock enligt vår mening kunna ha en positiv påverkan på hanteringen av intressekonflikter på den finansiella elmarknaden.

De regler som följer av Finansinspektionens allmänna råd 2005:10 om hantering av intressekonflikter som rör analytiker vid värdepappersinstitut, framför allt beträffande hur olika funktioner inom ett företag skall hållas åtskilda, skulle kunna stå till förebild för hur ett elhandelsföretag skall organisera sin verksamhet för att undvika intressekonflikter.

11.2 Regelverk och tillämpning på Nord Pool

Enligt uppgift kommer Nord Pool inom kort, förutsatt Kredittilsynets godkännande, dels att höja avgiften för brott mot reglerna till högst NOK 10 miljoner, dels att införa icke-offentliga påpekanden från marknadsövervakningen som en ny sanktion vid mindre allvarliga överträdelser.

Att den högsta bötesnivån höjs är nödvändigt med tanke på de vinster som en aktör kan göra genom att åsidosätta reglerna. Emellertid kan icke-offentliga påpekanden som en formell påföljdsform enligt vår uppfattning medföra att marknadsövervakningens roll för att tydliggöra

och utveckla regelverket genom sina avgöranden minskar. Man kan heller inte helt bortse från risken att marknadsövervakningen, som är en del av Nord Pool, väljer att meddela ett icke-offentligt påpekande istället för att ta ut en avgift (som är offentlig) för att inte störa marknadsförtroende för börsen och dess aktörer. Ett system med icke-offentliga påföljder förutsätter att tillsynsmyndigheten över börsen granskar marknadsövervakningen.

11.3 Självreglering

De åtgärder som anges ovan under lagstiftningen kan även genomföras genom självreglering. Exempel på framgångsrik självreglering finns på nära håll i aktiemarknaden där Näringslivets börskommitté (NBK) spelat en avgörande roll för självregleringen på aktiemarknaden och den Svenska Fondhandlarföreningen som är en frivillig samarbetsorganisation för svenska värdepappersbolag¹²⁵. Både NBK:s och Fondhandlarföreningens regler efterlevs väl av marknads aktörer och har bidragit till att skapa ett förtroende för värdepappersmarknaden¹²⁶.

Bland Fondhandlarföreningens regler märks principer och riktlinjer för corporate financeverksamhet som bl a innehåller regler om sekretess, intressekonflikter och organisation av verksamheten i värdepappersbolag som har tillstånd att bedriva corporate financeverksamhet.

Värdepappersföretag har möjlighet att licensiera sina medarbetare hos SwedSec, som är ett av Fondhandlarföreningen helägt dotterbolag. Tillsynen över till SwedSec anslutna företag och licensierad personal och de disciplinära påföljder som kan följa vid brott mot lag eller god sed på värdepappersmarknaden utgör ett viktigt komplement till den tillsyn som utövas av FI¹²⁷.

Erfarenheterna från övriga delar av värdepappersmarknaden visar att självreglering är en effektiv form av reglering av marknaden som leder till ökat förtroende för aktörerna. Det finns ingen anledning att betvivla att självreglering genom en frivillig samarbetsorganisation, exempelvis enligt den modell som Fondhandlarföreningen tillämpar, inte skulle kunna fungera på den finansiella elmarknaden. En viktig skillnad är att aktörerna på den finansiella elmarknaden bedriver verksamhet under flera olika lagstiftningar. Förhoppningen är att införandet av MiFID i avsevärd mån kommer att minska skillnaderna mellan de nationella lagstiftningarna inom Norden.

¹²⁵ Bland Svenska Fondhandlarföreningens medlemmar märks samtliga större värdepappersföretag på den svenska finansmarknaden. Några elhandelsföretag finns per januari 2006 inte bland medlemmarna.

¹²⁶ Andra exempel på frivillig självreglering är Fondbolagens Förening som står bakom ”Svensk kod för fondbolag”.

¹²⁷ Se SwedSecs regler för licensiering daterade den 1 juli 2005.

11.4 Anpassning till den finansiella elmarknaden

Vad som gör den finansiella elmarknaden speciell är naturligtvis att flera av de stora aktörerna producerar den underliggande varan vilket medför ökad risk för insiderhandel och intressekonflikter. En ökad kontroll av att det nuvarande normsystemet efterlevs, eventuellt i kombination med de förslag till förändringar som angivits ovan under 6.1, skulle enligt vår uppfattning medföra att förtroendet för marknaden stärktes ytterligare.

Bortsett från ovanstående ser vi inga principiella skillnader mellan den finansiella elmarknaden och den övriga värdepappersmarknaden. Elhandelsföretagen som sysslar både med egenhandel och med portföljförvaltning riskerar i lika hög grad som fondkommission-ärerna att hamna i situationer där kundernas intressen kan avvika från bolagets eller där vetskap om en kunds agerande kan påverka bolagets agerande.

Även beträffande professionella mäklare är situationen på den finansiella elmarknaden enligt vår uppfattning likartad den som gäller på övriga marknader.

Något behov av att anpassa den finansiella lagstiftningen till den finansiella elmarknaden, utöver vad som angetts inledningsvis, ser vi därmed inte.

11.5 Kontrollfunktioner

Med kontrollfunktioner avses i denna rapport åtgärder som syftar till att möjliggöra och underlätta tillsynen över användningen av insiderinformation på den finansiella elmarknaden. Kontrollfunktioner kan exempelvis bestå i rapporteringsskyldighet avseende insiderinformation eller affärer, skyldighet att dokumentera särskilda förhållanden, eller begränsningar av åtgärder som en aktör får vidta under vissa förhållanden. Kontrollfunktionerna på den finansiella elmarknaden berörs nedan under punkt 7. Kontrollfunktionerna är mycket begränsade på den finansiella elmarknaden. Någon motsvarighet till de kontrollfunktioner som gäller för svenska aktiemarknadsbolag¹²⁸ enligt lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för innehav av vissa finansiella instrument om finns inte. Enligt denna lag följer bl a skyldighet att anmäla vissa personers aktieinnehav i bolaget till FI, att föra s k insynsregister och förteckning över personer med insiderinformation (s k loggbok), samt ett förbud mot handel i bolagets aktier under vissa perioder (s k handelsstopp).

¹²⁸ Med aktiemarknadsbolag avses bolag vars aktier är noterade på börs eller auktoriserad marknadsplats, 1 § lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

Liknande regler saknas alltså på den finansiella elmarknaden. Regler som ålägger aktörerna på den finansiella elmarknaden en skyldighet att föra loggbok över vilka personer som har tillgång till insiderinformation skulle kunna underlätta tillsynen över bolagen och utredningen av eventuella brott mot MML. Däremot anser vi det inte vara motiverat att, med regleringen av aktiemarknadsbolagen som modell, ålägga vissa befattningshavare anmälningsskyldighet avseende innehav av elderivat eller införa regler om handelsstopp under vissa perioder. Främst beror detta på att elderivat inte i någon större utsträckning handlas av privatpersoner. Kursen på elderivat är heller inte knuten till ett bolags ekonomiska utveckling utan snarare till faktorer som påverkar den samlade produktionen av den underliggande varan. En regel som innebär att befattningshavare i elbolag (eller andra aktörer på marknaden) förhindras att handla i elderivat i samband med bolagets ekonomiska rapportering skulle sannolikt bli utan verkan. Regler som förhindrar handel på elmarknaden när befattningshavare har insiderinformation finns redan i MML, VPHL och i Handelsreglerna.

Regelverk och effektivitet på Nord Pools derivatmarknad

Regelverk och effektivitet på Nord Pools derivatmarknad

På uppdrag av STEM

Innehåll:

ABSTRACT.....	1
1 INLEDNING	2
2 LIKVIDITETSMÅTT	4
3 GENOMGÅNG AV MARKNADSPLATSERNA.....	6
3.1 Nord Pool.....	6
3.1.1 Kort genomgång av marknadsplatsen.....	6
3.1.2 Regleringar.....	6
3.1.3 Marknadsplatsens funktionalitet	7
3.2 EEX.....	10
3.2.1 Kort genomgång av marknadsplatsen.....	10
3.2.2 Regleringar.....	10
3.2.3 Marknadsplatsens funktionalitet	10
4 SLUTSATSER	15

Abstract

Den här studien ger en överblick över regelverk och effektivitet på skilda marknadsplatser för handel med finansiella instrument. Detta notat är en kortversion på svenska. För den fullständiga studien se den fullständiga versionen på engelska. Fokus har legat på de finansiella produkter som baseras på nätverksbundna råvaror såsom naturgas eller el. Vi har ej kunnat identifiera en bästa modell när det gäller reglering. Detta beroende på begränsade tidsresurser för studien i kombination med brister i tillgängliga data. Som slutsats kan vi därför ej baserat på kvantitativa analyser identifiera enskilda områden med förbättringspotential hos Nord Pool. Istället har vi funnit att internationellt samarbete och harmonisering av regleringen i kombination med övervakningen av reglermyndigheter, liknande FSA i England & Wales samt CTFC i USA, kan vara ett stöd i marknadsövervakningen och på så sätt utgöra ett bidrag till en positiv utveckling av marknadens funktionalitet

1 Inledning

ECON Analys har av STEM fått uppdraget att jämföra den finansiella elmarknaden vid Nord Pool med andra råvarumarknader och deras handelsplatser för finansiella derivat. Exempel på marknadsplatser är The Intercontinental Exchange (ICE), The European Electricity Exchange (EEX), The New York Mercantile Exchange (NYMEX), The London Metal Exchange (LME) och The Chicago Board of Trade (CBOT). Ett speciellt fokus i studien har legat på produkter vars underliggande råvara är knuten till ett när av något slag (exempelvis elektricitet och naturgas). Detta notat är en kortversion på svenska. För den fullständiga studien se den fullständiga versionen på engelska.

Jämförelsen fokuserar på regler och reglering av the olika marknadsplatserna . Utmaningen för projektet har varit att använda jämförelsen och tillgängliga marknadsdata för att dra slutsatser kring betydelsen av olika regleringsformer för marknadsplatsernas funktion. Syftet har varit att identifiera möjliga områden inom vilka marknadens funktionalitet har en förbättringspotential, samt att få en bättre förståelse för hur samspelet mellan reglering och marknadens effektivitet.

På reglerområdet har fokus i studien legat på regler och regleringar kring marknadstransparens, insider information, intressekonflikter, ”kinesiska murar”, informations krav, produktions och handelsfrågor, vertikal integration och korsäggande mellan marknadsaktörer samt marknadsbevakning. Avseende marknadens funktionalitet har fokus legat på att samla in marknadsdata kring handlade volymer uppdelat på marknadsaktörer, likviditetsmått, handelsvolymer uppdelat på typ av handel samt annan data som kan ge information om marknadsplatsens funktion (exempelvis volatilitetsskattningar).

Detta var en betydande utmaning då merparten av data såsom volymer uppdelat på marknadsaktörer eller information kring nivån på vertikal integration för marknadsaktörer inte finns tillgänglig från handelsplatserna¹, samt att tidsgränserna för detta projekt inte tillät en marknadsundersökning över flera marknader.

En annan komplicerande faktor var det faktum att de underliggande råvarorna inte inte alltid var direkt jämförbara. Till exempel, gasmarknaden i United Kingdom skiljer sig från gasmarknaden i USA vilket innebär att det inte är helt självklart hur dessa marknader skall jämföras inom regleringens effektivitet – för att nu inte

¹ In this respect it might be worth noticing that the only exchange that publishes e.g. volumes by market participant is the Tokyo Commodity Exchange (TOCOM); see e.g. <http://www.tocom.or.jp/souba/index.html>

tala om en jämförelse med Nord Pool. Även för jämförelsen mellan Nord Pool och EEX hade vi svårigheter att dra entydiga slutsatser vad gäller hur regler och lagar påverkar marknadens effektivitet. Som exempel kan nämnas att volatiliteten på elmarknaden, volatiliteten som kan användas som mått på likviditeten, uppträder olika på EEX och på Nord Pool. Detta på ett sätt som gör att det inte säger något om likviditeten på de två marknaderna då det grundar sig i att det nordiska området har en stor andel vattenkraft och har därför en flatare prisprofil. En jämförelse med andra råvarors volatilitet är ändå svårare då en egenhet hos elektricitet är att den ofta uppvisar en högre volatilitet på grund av avsaknaden av lagringsmöjligheter, undantaget vattenkraftmagasin.

Det kan vidare påpekas att det finns en pågående debatt som rör vilket likviditetsmått som är lämpligt för att göra en bedömning av en marknads funktionalitet. Sammanaget pekar dessa rön på att olika likviditetsmått kan ge motstridiga resultat, samt att det riktiga måttet beror på produkten och den bakomvarande makrostrukturen (såsom reglering) samt mikrostrukturen (såsom produkt design och marknadsdeltagare) på marknaden.

Till följd av den begränsade tid som stått till förfogande samt bristen på bra data har vi ej kunnat dra slutsatser kring effektiviteten på Nord Pool baserat på kvantitativ analys. Vi har därför valt alternativet att dra slutsatser baserade på fallstudier samt erfarenheter från andra marknadsplatser.

Vår slutsats är att vi finner Nord Pool vara en mycket väl fungerande marknadsplats med en hög likviditetsnivå. Vi bedömer vidare att marknadstransparansen samt informationen som finns tillgänglig vid Nord Pool kommer mycket väl ut vid en jämförelse med andra marknadsplatser. Vi kan ej ge specifika förslag på förbättringar av regelverket kring Nord Pool eller bakomliggande lagar. Vi kan dock se vissa möjligheter till internationell harmonisering samt utbyte av information. Vi anser vidare att övervakning av reglermyndigheter (liknande CTFC i USA) kan bidra till en väl fungerande marknadsbevakning vilket i sin tur kan förbättra marknadens trovärdighet och därmed även likviditeten.

Då vi ombetts att speciellt se på produkter vars underliggande vara är en nätverksprodukt (exempelvis el eller gas), fokuserar vi speciellt på de finansiella elmarknaderna vid Nord Pool samt EEX, samt gasterminsmarknaderna vid NYMEX and ICE. För de senare har vi dock endast mycket begränsad data.

2 Likviditetsmått

Likviditet är normalt ansett vara en viktig aspekt vid bedömningen av en marknads funktion. Det existerar dock inte någon consensus kring vad likviditet är och hur det bör mätas. I en rapport av the Bank for International Settlements, säger man att "Marknadslikviditet är ett flytande begrepp. Medan flertalet observatörer ofta är överens om huruvida en specifik marknad är likvid eller inte, är det mycket svårt att ta fram precisa definitioner av marknadslikviditet. Detta kommer av att marknadslikviditet har flera sidor: definitionen ändras nödvändigtvis beroende på vad man önskar lägga tyngden på."² På samma gång påpekas det i rapporten att det finns en definition av likviditet som är relativt allmänt accepterad: "En likvid marknad är en marknad där marknadens aktörer snabbt kan genomföra transaktioner som involverar stora volymer med endast en liten prispåverkande effekt."³

Efter att ha definierat likviditet, återstår frågan hur den kan mätas. Generellt gäller att likviditeten har tre sidor: Den första sidan handlar om hur långt från mittpriset som övriga transaktioner ligger. Den andra indikerar hur stor volym som kan handlas utan att marknadspriset påverkas, eller antalet beställningar som finns hos market makers. Den tredje dimensionen handlar om hur snabbt en prisrörelse som uppstår vid handel bromsas upp av marknaden. Problemet med dessa likviditetsmått är att "ett givet mått kan vara mycket informativt om likviditeten på en marknad men vara i stort sett meningslös som mått på en annan marknad. Ett annat problem är att måtten inte alltid pekar åt samma håll, något som bekräftas i några enskilda studier".⁴

En studie vid IMF kommer⁵ till en liknande slutsats, där man säger att "Ett flertal likviditetsmått måste tas under övervägande då det inte existerar ett enda teoretiskt korrekt och universellt accepterat mått för att bestämma en marknads likviditetsgrad samt för att marknadsspecifika faktorer och egenheter måste tas in i bedömningen"

Annan forskning pekar även den på att vissa likviditetsmått fungerar väl för en marknad, medan andra inte gör det. Fleming pekar till exempel på att "det allmänt använda måttet på 'bid-ask spreaden' är användbart som verktyg för att mäta och

² <http://www.bis.org/publ/cgfs11.htm>

³ <http://www.bis.org/publ/cgfs11.htm>

⁴ <http://www.bis.org/publ/cgfs11.htm>

⁵ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02232.pdf>

följa likviditet [of the U.S. Treasury market]. Andra mått, såsom enskilda affärers volymer, visar sig vara endast medelgoda indikatorer för att bedöma och följa likviditeten.”⁶ Andra liknande slutsatser återfinns i studierna av Aitken och Comerton-Forde.⁷

Det finns några studier som behandlar de europeiska gas och kraftmarknaderna. Exempelvis genomförde FAS en analys av aktivitetsnivån på energimarknaderna under 2005.⁸ I en artikel av Jon Brown finns en studie kring likviditeten på energimarknaderna i USA där det delvis används data från MYMEX.⁹ Det finns vidare en studie där likviditetsuppfattningen analyseras i en genomgång och utfrågning av 420 CBOT handlare, se Marsh, Joost Pennings och Philip Garcia.¹⁰ I studierna av Comerton-Forde och James Rydge diskuteras vidare följderna på likviditeten av olika former av ägarskap och 'insider' frågor.¹¹

Genomgången ovan visar på svårigheterna som finns i samband med skattningar av likviditeten på en marknad. Det behövs inte bara djupa kunskaper om den specifika marknaden, utan det krävs även detaljerad data och tidsserier över transaktioner. Tidsserier är även viktiga vid test av likviditeten i samband med chocker och generella anpassningsprocesser. Inom detta projekt har det varit omöjligt att fullt ut analysera likviditeten på olika marknader vid de marknadsplatser som listas i denna rapport. Vidare har det visat sig omöjligt, givet tillgången på information och data, att ge klara rekommendationer avseende vilka mått och steg som skulle kunna öka likviditeten på Nord Pool eller på andra marknader. Att dra slutsatser av erfarenheter från andra marknadsplatser försvåras av att de handlade råvarorna uppvisar betydande olikheter.

Givet det föreliggande uppdraget, kan det påpekas något om den påverkan på likviditeten som den pågående marknadskonsolideringen på den europeiska marknaden kan ha. Den tidigare nämnda studien av FSA¹² kommer till den slutsatsen att ”såväl den engelska som den europeiska marknaden har erfarit signifikanta minskningar i likviditeten med nedgångar i undersökningarna för 2004 [...]. Den fortsatta integrationen av den europeiska marknaden kan ses som en faktor att ta i beaktande vid bedömningen av svagare likviditet.” Givet de begränsade tids- och dataresurser som stått till förfogande inom ramen för denna studie kan vi ej göra en analys av denna fråga för den nordiska kraftmarknaden.

⁶ <http://www.ny.frb.org/research/epr/03v09n3/0309flem.pdf>

⁷ Pacific-Basin Finance Journal, Volume 11, Issue 1, January 2003, Pages 45-59; se <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6VFF-47CR9M2-3/2/2c73f49e7fe5463eb0760095c8f7d192>

⁸ http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/analysis_energy_2005.pdf

⁹ http://www.newenergyassoc.com/documents/Liquidity_Myths.PDF

¹⁰ www.cbot.com/cbot/docs/48016.doc

¹¹ http://www.docs.fce.unsw.edu.au/banking/seminar/Ownership_and_Illiquidity050509.pdf

¹² http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/analysis_energy_2005.pdf

3 Genomgång av marknadsplatserna

I detta avsnitt återges en genomgång av marknadsplatserna som undersökts. I den fullständiga engelska versionen av studien beskrivs följande marknadsplatser: Nord Pool, EEX, CBOT, NYMEX, LME, and ICE. I denna svenska sammanfattning beskrivs Nord Pool samt EEX. I termer av produkter fokuserar vi på de finansiella marknaderna som baseras på nätverksbaserade råvaror såsom kraft eller gas.

3.1 Nord Pool

3.1.1 Kort genomgång av marknadsplatsen

Nord Pool, den nordiska kraftbörsen, är den enda multinationella marknadsplatsen för handel med el. Nord Pool etablerades 1993, och ägs huvudsakligen av norska Statnett samt av svenska Affärsverket Svenska Kraftnät. Handel på Nord Pool inkluderar alla nordiska länder utom Island. Inom Nord Pool organiseras såväl fysisk krafthandel (Elspot) samt finansiell handel (Eltermin) vilket även inkluderar en clearing funktion. De huvudsakliga kontrakten som handlas är terminer, optioner samt prisområdeskontrakt (CfD). Referenspriset för dessa kontrakt är systempriset för hela den nordiska kraftmarknaden. Det finns ingen fysisk leveranskoppling till de finansiella elmarknadskontrakten. De avräknas mot underliggande vara under leveransperioden. Sedan 2005 erbjuder Nord Pool även handel i EUs utsläppsrätter, dvs handel med utsläppsrätter inom EUs utsläppshandelssystem.

3.1.2 Regleringar

Generellt

Nord Pool är ett norskt publikt bolag. Det legala ramverket för den finansiella elhandeln har genomgått större förändringar på senare tid till följd av tillägg till norsk finansiell lagstiftning 1997. Nord Pool är en auktoriserad handelsplats med tillstånd av norska finansministeriet under handelslagen från år 2000, samt är övervakat av norska KreditTilsynet.

Större förändringar i regelverket avseende krav på informationsspridning och restriktioner på hur känslig information ska behandlas genomfördes den 1 september 2005, då EUs direktiv om missbruk av marknadsplatser (Direktiv 2003/6/EC) antogs.

Daglig handel och relaterade aktiviteter regleras genom Nord Pools handelsregler, vilka är en samling överenskommelser som gäller för Nord Pool och dess handelsmedlemmar.

3.1.3 Marknadsplatsens funktionalitet

Generellt

Nord Pool verkar vara en relativt väl fungerande marknadsplats och anses ofta vara en av världens mest framgångsrika finansiella handelsplatser för elderivat. Det finns t.ex. en rapport från Euroelectric¹³ där man gått igenom olika regleringsregimer vid handelsplatser för el och drar slutsatsen att “[...] det går inte att peka på någon uppenbar bästa modell. [...] Nord Pool samt England & Wales är mycket olika vad gäller graden av reglering med båda framstår som likvida marknadsplatser. Graden av en marknads utveckling samt nivån på marknadens likviditet är ofta starkt förknippat med förtroendet marknadens aktörer har för handelsplatsen.” (s.18).

Marknads aktörer

Det finns totalt ca 330 medlemmar eller clearing kunder på Nord Pool. Ungefär 90 procent av dessa kommer från de nordiska länderna.¹⁴

Likviditet på marknadsplatsen

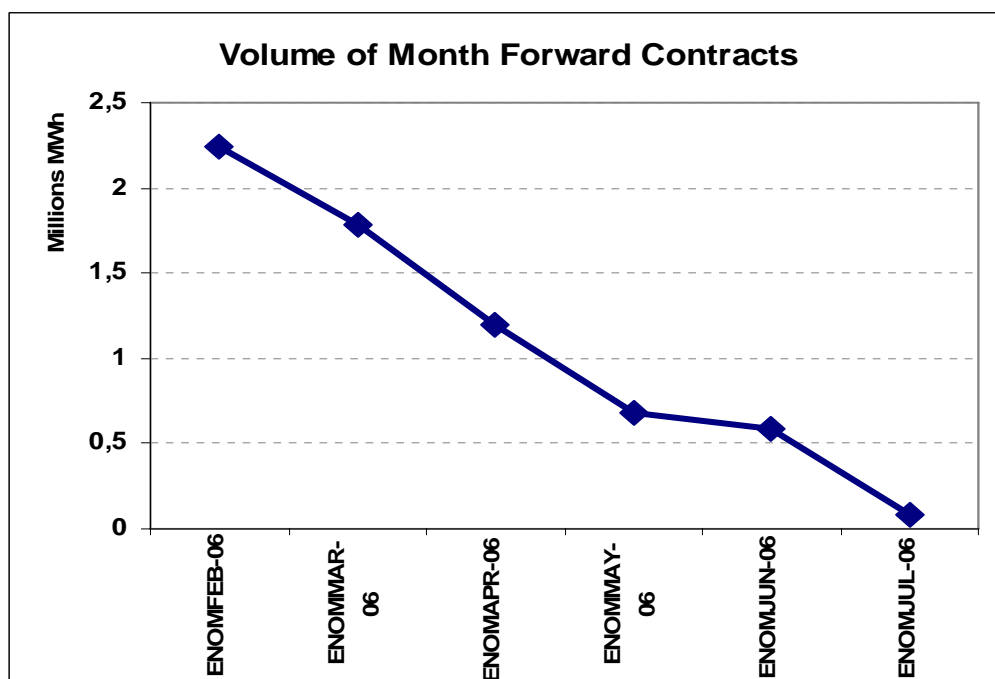
Likviditeten på Nord Pool har sedan starten växt fram till 2002. Efter en nedgångsperiod har likviditeten nu åter vänt uppåt. Under 2004 var OTC handeln runt 3,5 gånger den fysiska volymen och den finansiella handeln låg nära 1,7 gånger den fysiska volymen (baserat på en underliggande konsumtion kring 350 TWh).

I Figur 1, Figur 2, och Figur 3 visas volymerna i handel för terminskontrakten för månad, kvartal och år under perioden januari 2006. I Figur 4 summeras de övriga figurerna upp. Det framkommer att de olika produkterna kompletterar varandra samt att likviditeten avtar för kontrakten längre bort i tiden.

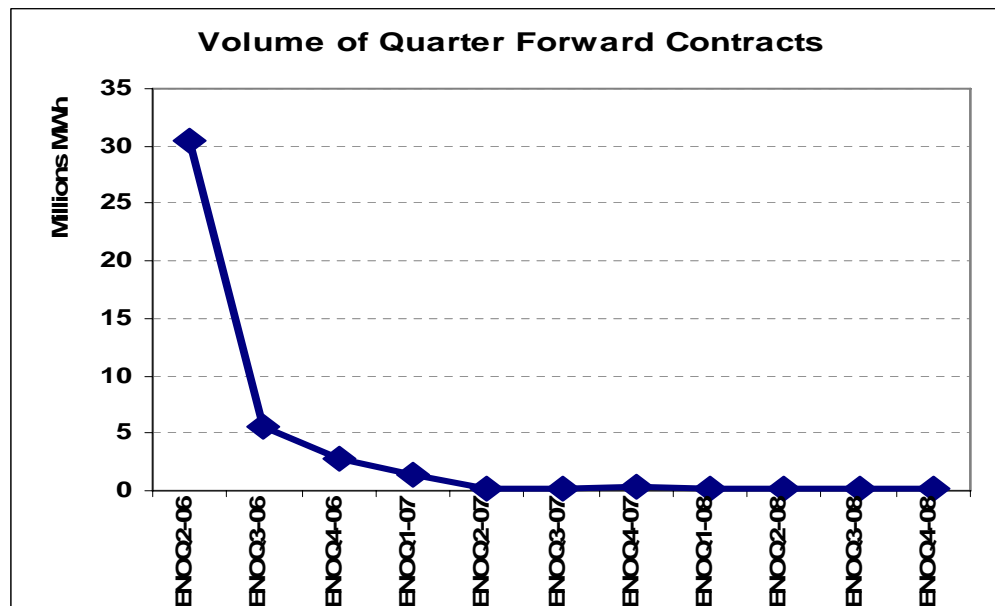
¹³ Euroelectric (February 2003), *Regulatory Aspects of Electricity Trading in Europe*; tillgänglig på www.euroelectric.org

¹⁴ See Appendix

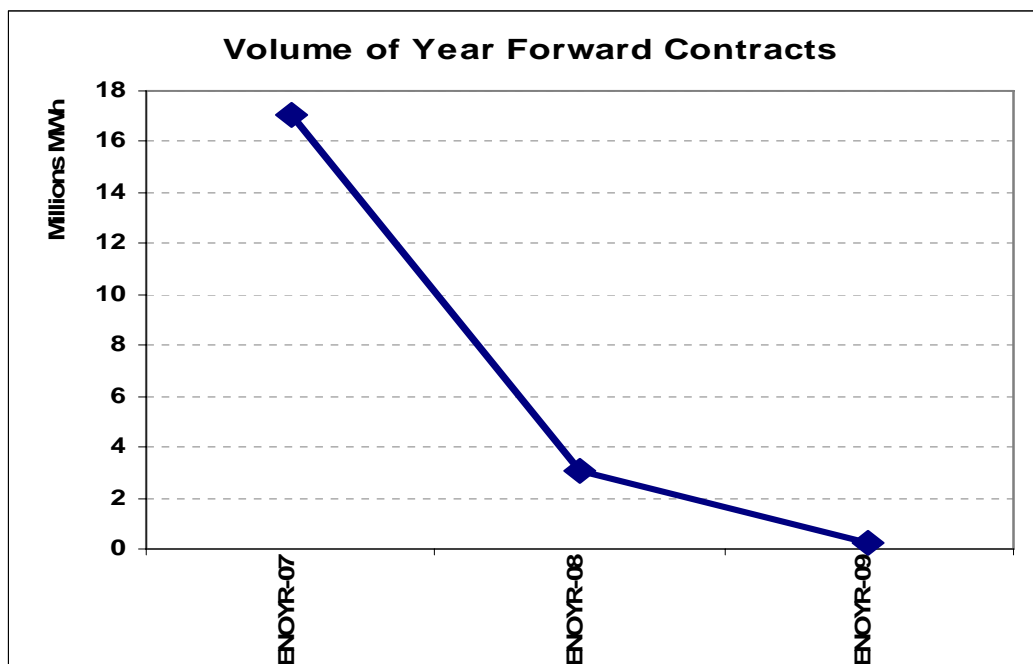
Figur 1 Volym Terminskontrakt Månad; Källa: Nord Pool



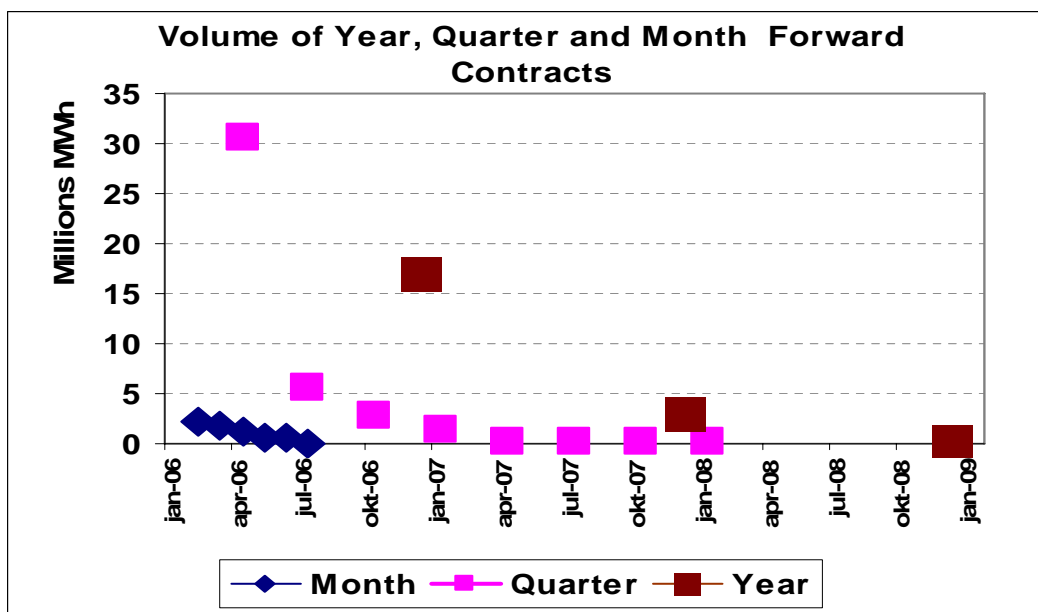
Figur 2 Volym Terminskontrakt Kvartal; Källa: Nord Pool



Figur 3 Volym Terminkontrakt År; Källa: Nord Pool



Figur 4 Volym Terminkontrakt År/Kvartal/Månad; Käll: Nord Pool



Volymer

Under 2004 uppgick spothandeln på Nord Pool till 167 TWh vilket motsvarar knappt 45 procent av den totala fysiska volymen inom Norden. Den totala volymen finansiella kontrakt som handlades uppgick under samma år till 590 TWh. Lägger man till den clearade handeln uppgår totala volymen till 1797 TWh.

Tabell Elhandelsvolymernas utveckling på Nord Pool (TWh)

	2004	2003	2002	2001	2000
Finansiell	590	545	1019	910	359
Fysisk	167	119	124	112	97
Clearing av bilateral handel	1207	1219	2089	1748	1180

Källa: Nord Pool

3.2 EEX

3.2.1 Kort genomgång av marknadsplatsen

The European Energy Exchange (EEX) är Tysklands elhandelsplats, lokaliserad till Leipzig. En stor del av EEX är den fysiska handeln vid spot marknaden. En andra viktig del är den finansiella marknaden där standardiserade terminskontrakt handlas. De olika produkterna som handlas är exempelvis uppdelade på månader, kvartal samt årsbasis.

3.2.2 Regleringar

Generellt

Eftersom EEX är en marknadsplats för derivathandel är den reglerad av BAFin, den tyska federala finansinspektionen, som styr och övervakar utifrån de finansiella handelslagarna (Wertpapierhandelsgesetz). Detta gäller såväl regleringen av marknadsplatsen som av marknadsaktörerna. Då derivatmarknaden står mycket nära spotmarknaden intresserar sig BAFin även i spotmarknaden. EEX regleras även av en börsövervakande myndighet (Boersenaufsicht), som ligger på regional nivå i landet. I fallet EEX är det den börsövervakande myndigheten inom finansministeriet i Sachsen som står för övervakningen.

3.2.3 Marknadsplatsens funktionalitet

Generellt

Inledningsvis fick EEX utså en del kritik. Huvudsakligen gällde denna att större marknadsaktörer kunde missbruka sin position för att få upp elpriset på EEX för att kunna motivera högre elpriser generellt. Denna kritik har avvisats av såväl EEX som BAF.

Enligt vår uppfattning är EEX en väl fungerand handelsplats med en all större betydelse på marknaden. Den tyska marknaden domineras av fyra stora

kraftbolag, vilket skulle kunna ha en negativ effekt på marknadens likviditet (inom den tidsgränser vi har för denna studie har vi ej möjlighet att undersöka detta förhållande närmare). I detta sammanhang kan det vara på sin plats att påpeka att det inte finns några regleringar specifikt avseende korsägande eller vertikal integration. Några felaktigheter eller tecken på manipulation av EEX går dock ej att påvisa.

Marknadens aktörer

EEX publicerar en lista med de marknadsaktörer som handlar på marknadsplatsen.¹⁵ EEX offentliggör dock inte någon aktörsspecifik information avseende handel eller volymer.

Likviditet på marknadsplatsen

Enligt EEX egen filosofi gäller följande "...Likviditet är ett mått på handelsplatsens framgång. Vid alla tillfällen har EEX valt lösningar som främjar likviditeten på marknaden. Likviditet innebär att individuella marknadsaktörer inte skall kunna ha en alltför stor direkt påverkan på marknadspriset, allt för att uppnå rättvisa marknadsförhållanden. För att uppnå detta måste stora volymer handlas och det måste vara ett stort antal marknadsaktörer involverade."¹⁶

Vd gäller marknadens likviditet kan siffror för 2004 tas från en rapport av RWE: "Likviditeten på den tyska elhandelsmarknaden ökade igen under 2004. Under det aktuella året handlades 397 miljarder kWh på the European Energy Exchange (EEX) i Tyskland - 1.5 % mer än föregående år. Over-the-counter (OTC) handel baserat på elektroniska handelsplattformar ökade 70 % till 762 miljarder kWh, vilket gett ett signifikant bidrag till ökningen av marknadens totala likviditet. Icke- elektronisk OTC handel, vilken är flera gånger större än den elektroniskt baserade handeln gav också ett stort bidrag till den totala handelsvolmen."¹⁷

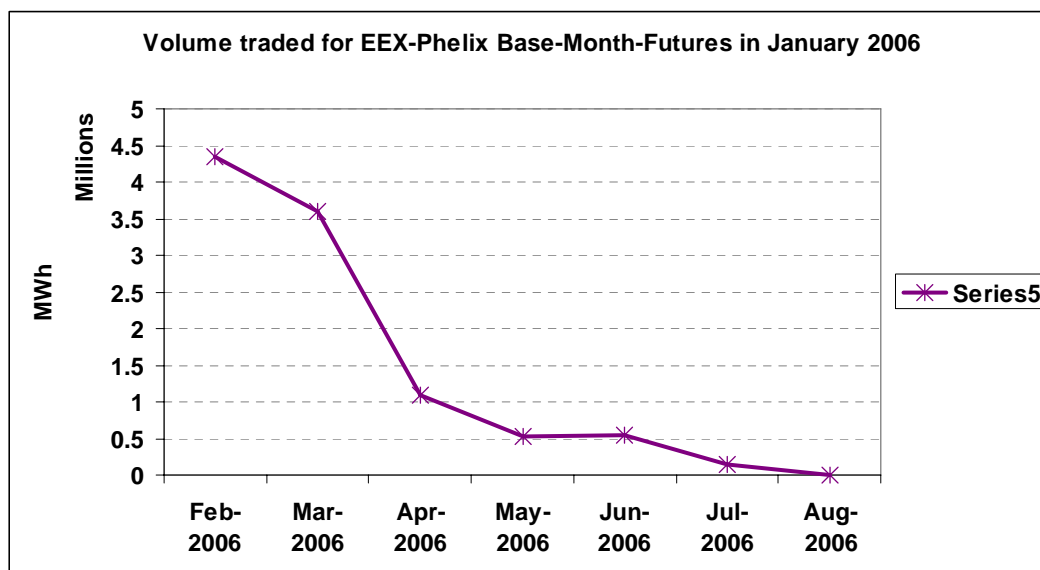
All handel kan jämföras med total kraftproduktion som uppgår till ca 600 TWh. Stigande elpriser skapade utrymme för misstankar om marknadsmanipulation på EEX av några aktörer för att motivera högre elpriser till slutkunder, men BAFin och EEX avvisade alla liknande påståenden.

Figurerna ned (Figur 6 och Figur 7) ger en indikation om likviditeten på terminsmarknaden vid EEX genom att visa handlade volymer för månader, kvartal samt årskontrakt under januari månad 2006. I Figur 8 ges en uppsummering av data. Det visar sig att, vilket ofta är fallet, likviditeten avtar med en längre tidshorisont. Det ska dock påpekas att kvartal och årskontrakten kompenserar för en minskad volym i månadskontrakten sett över tiden. Även om figurerna bara visar januari månad, visar bilden att produkt design och differentiering kan användas för att påverka marknadens likviditet.

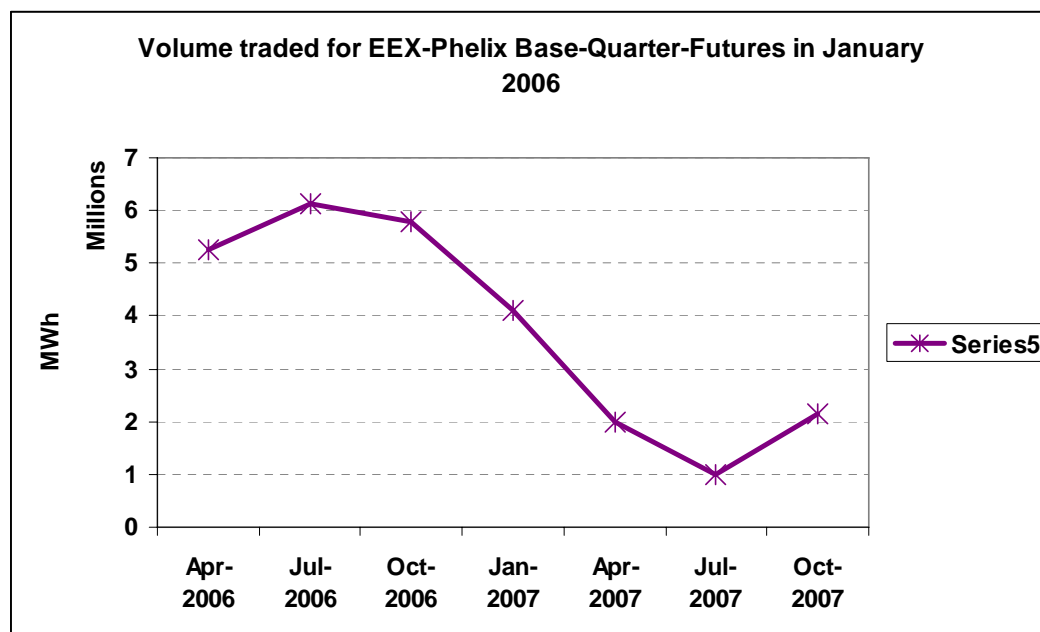
¹⁵ http://www.eex.de/trading_participants/index_e.asp

¹⁶ http://www.eex.de/organization/about_eex/index_e.asp

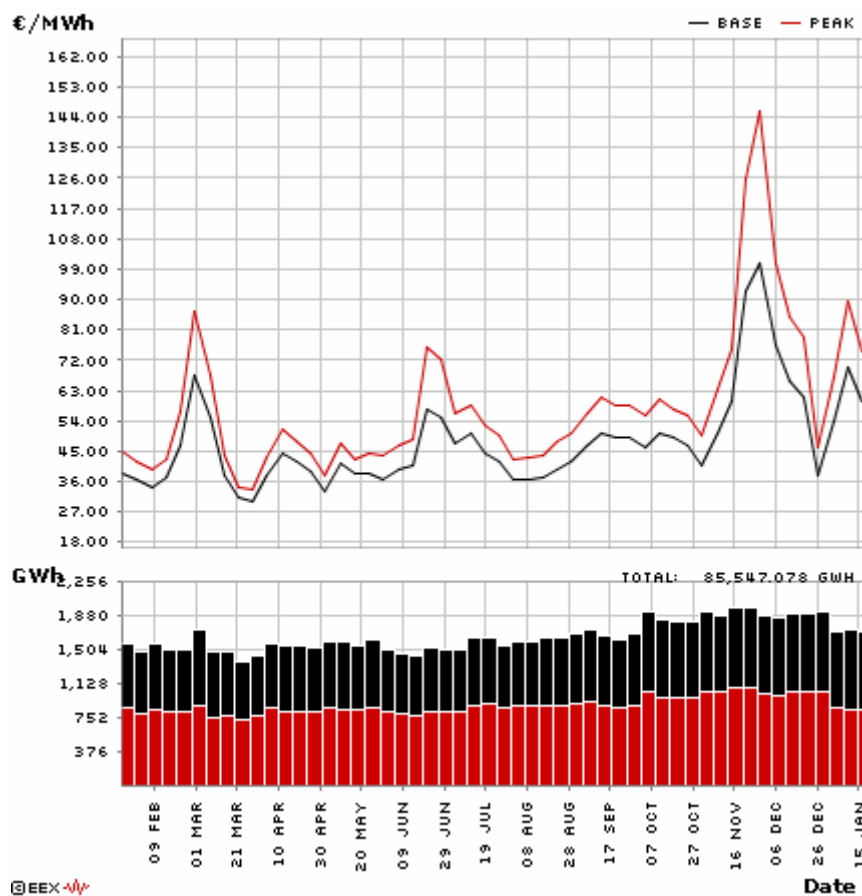
¹⁷ <http://www1.rwe.geber.at/2004/ar/en/businessareas/rwetradings/liquidityemissionstrading>



Figur 5 Volym Terminskontrakt Månad; Källa: EEX



Figur 6 Volym Terminskontrakt Kvartal; Källa: EEX



Figur 9 Volymer och priser för timkontrakt på spotmarknaden; Källa: EEX

4 Slutsatser

Till följd av det begränsade tidsutrymme som stått till vårt förfogande, samt den brist på data som gått att frambringa, har vi ej kunnat identifiera potentiella förbättringsområden på Nord Pool baserat på kvantitativ analys. Istället har vi fått basera analysen på olika fallstudier av reglering och likviditet och har försökt dra slutsatser från erfarenheter från andra marknadsplatser. Vi har därvid funnit att olika marknadsplatser anpassar olika typer av regleringar till sin verksamhet, samt att nationella finansiella marknadsregleringar har en stor betydelse i sammanhanget.

Enligt vår uppfattning och kännedom är Nord Pool en väl fungerande marknadsplats för finansiell elhandel. Vi har vidare funnit att nivån på transparens samt de informationskrav som gäller på Nord Pool står sig bra vid en jämförelse med andra marknadsplatser. Vi har ej baserat på kvantitativa analyser kunnat identifiera individuella områden där förbättringar kan föreslås. Istället har vi funnit att internationellt samarbete och harmonisering av regleringen i kombination med övervakningen av reglermyndigheter, liknande FSA i England & Wales samt CTFC i USA, kan vara ett stöd i marknadsövervakningen och på så sätt utgöra ett bidrag till en positiv utveckling av marknadens funktionalitet.

Enkätmottagare**Elintensiva Industrier**

Billerud Skärblacka
Cementa AB
Mondi Packaging Dynäs AB
Kappa Kraftliner AB
Utansjö Bruk AB
AB Sandvik Materials Technology
Stora Enso Fors AB
SCA Packaging Munksund
Billerud AB
HeidelbergCement Northern Europe AB
Kalix Wood AB, Pulp & Paper Sweden AB
Kappa Packaging Sweden AB
Rottneros AB
Sandvik AB
Stora Enso AB
Svenska Cellulosa AB SCA
Borealis AB
Graphic Packaging Sweden AB
AGA AB
LKAB, Kiruna malmförädling
Outokumpu AB
Ovako Bar AB
AssiDomän Cartonboard
Domsjö Fabriker AB
SSAB Svenskt Stål AB

Elhandelsbolag

Bengtsfors Energi Handel AB
Björnekulla Fastighets AB
Bodens Energi AB
Dala Kraft AB
E.ON Försäljning Sverige AB
E.ON Sverige AB
Energibolaget i Sverige AB
Energiverken i Halmstad AB
Eolus Vind AB (publ).
Forsaströms Kraftaktiebolag
Habo Energi AB
Hjo Energi Elhandel AB
Kraftgården AB
Leksand-Rättvik Energi AB
Luleå Energi AB
Lunds Energi Försäljning AB

Lycksele Energi AB
Mölndal Energi AB
Nybroviken Kraft AB
Näckåns Energi AB
Oskarshamn Energi AB
Plusenergi AB
Sala-Heby Energi AB
Storuman Värme AB
Värnamo Energi AB
Östkraft AB
Övik Energi AB

Finansiella aktörer

Alfa Kraft Aktiebolag
Alfred Berg Kapitalförvaltning Aktiebolag
EGL Sverige AB
Erik Penser Fondkommission AB (publ)
Eturn Capital Management AB
Fischer Partners Fondkommission AB
Hagströmer & Qviberg Fondkommission AB
IPM Informed Portfolio Management Aktiebolag
Kullberg & Spiik Fondförvaltning AB
Lynx Asset Management AB
Markedskraft AB
Pan Capital Aktiebolag
Robur Kapitalförvaltning AB
RPM Risk & Portfolio Management AB
Schött & Tour Capital AB
Shepherd Kapitalförvaltning AB
Thenberg & Kinde Fondkommission AB (publ)
TriOptima AB
Citigroup Global Markets Limited UK Stockholm Filial
Superfund Asset Management GmbH

Mäklare

ICAP Energy
Svenska Kraftmäkling AB
HWh
M3 Kraft
QEB Quality Energy Brokers

Intervjuparter

Carnegie
Danska Konkurrencestyrelsen
Enskilda SEB
E.ON
ECX
Finansinspektionen
Fortum
Greenstream Network
Kreditillsynet
KTM (Handels- och Industriministeriet), Finland
NENA
Nord Pool
Nordea
Oberoende elhandlare
Plusenergi
Point Carbon
PwC
Shell
Skandinaviska Energimäklarna (Scandem)
Skellefteå Kraft
Statkraft
Stora Enso
Svensk Energi
Svenska Fondhandlareföreningen
Svensk Kraftmäkling (SKM)
Svenska Kraftnät
Sveriges Energiföreningars RiksOrganisation (SERO)
Telge Kraft
Vattenfall

Enkäter

Frågor till elintensiva industrier

Frågor till elhandlare

Frågor till finansiella aktörer

Frågor till mäklare

Till
Ansvarig för elhandel/ CFO
enligt sändlista

Energimyndigheten har fått i uppdrag att analysera den finansiella elmarknaden. Regeringen vill med detta uppdrag att Energimyndigheten gör en fördjupning och en konkretisering av Finansinspektionens rapport som publicerades den 10 maj 2005 och där Finansinspektionen bl.a. kom till slutsatsen att "den finansiella elhandeln lämnar en del i övrigt att önska när det gäller information och hantering av intressekonflikter". FI menade också att det finns skäl att tro att bristen på transparens i dagsläget är återhållande för aktörer som i princip har ett intresse av att delta. Samtidigt vill regeringen att Energimyndigheten ska inhämta synpunkter från bland annat näringslivet.

Genom att ni tar er tid att besvara enkäten bidrar ni direkt till att upptäcka eventuella brister i hur den finansiella elmarknaden fungerar och ni ger oss möjligheten att föreslå konkreta förbättringar till regeringskansliet i fall att sådana skulle behövas.

Vid frågor kontakta gärna en av följande:

Carola Lindberg
Carola.Lindberg@stem.se
016-544 2066

Klaus Hammes
Klaus.Hammes@stem.se
016-544 2114

Svaren skickar ni till:

Klaus Hammes
Energimyndigheten
Box 310
631 04 ESKILSTUNA

Eller via mail till Klaus.Hammes@stem.se. Ni får gärna uppge namn och telefonnummer för en eventuell personlig uppföljning av enkäten. Det går också bra att skicka svaren anonymt, ange i så fall att ni är elintensiv industri. Vi vill ha era svar senast tisdagen den 24 januari 2006.

1. Om företaget

- A. Hur mycket el använder ni per år (MWh)?
- B. Har ni egen produktion av el (MW och MWh/år)?
- C. Hur handlar ni er el (fördela totala mängden MWh)?
 - i. Köper ni el i bilaterala avtal? Helt eller delvis? Varför?

- ii. Har ni lagt ut ert inköp på portföljförvaltare (diskretionär eller orderstyrd förvaltning)? Helt eller delvis? Varför?
- iii. Ange vilka mängder el ni handlar med vilka typer av kontrakt.
- D. Vilket är det vanligaste sättet att handla el på bland era kollegor inom de elintensiva industrierna, enligt er uppfattning? Varför?
- E. Har ni varit/är ni aktiva på den finansiella elmarknaden? (Om nej gå till 1 O och 1 P och hoppa sedan resten av frågorna)
- F. Hur länge har ni varit aktiva på elmarknaden/den finansiella elmarknaden?
- G. Var det lätt att ta sig in på den finansiella marknaden, vilka hinder upplevde ni?
- H. Varför gick ni in på den finansiella elmarknaden?
- I. Hur mycket handlar ni på den finansiella marknaden (antal MWh och kontrakt) och på vilket sätt?
Ungefärlig procentuell fördelning av volymerna på:
 - i. Som clearing client genom clearing representative på Nord Pool? Varför?
 - ii. På OTC (alltså via mäklare) och som clearing member med clearing via Nord Pool? Varför?
 - iii. På OTC utan clearing på Nord Pool? Varför?
 - iv. På Nord Pool som borsmedlem? Varför/varför inte?
 - v. Annat?
- J. I vilket/a syften handlar ni och vilka volymer handlar ni i dessa syften?
- K. Vilka produkter handlar ni? Uppge gärna ungefärliga volymer per produkt.
- L. Vilka ytterligare produkter skulle ni vilja handla?
- M. Ligger ni och både köper och säljer, eller köper ni mest? Ungefärlig fördelning av volymerna på köp och sälj.
- N. Bedriver ni egen analysverksamheten (av den finansiella elmarknaden)?
- O. Varför är ni inte aktiva på den finansiella elmarknaden? (Bara om svaret på 1E var nej, svara gärna mycket utförligt)
- P. Vilka åtgärder behövs för att ni skulle handla på den finansiella elmarknaden (hoppa sedan resten av frågorna)

2. Marknadens Funktionssätt:

- A. Fungerar den finansiella elmarknaden på ett tillfredställande sätt? Specificera.
- B. Är marknaden effektiv (Vad är enligt er uppfattning en effektiv marknad?)?
- C. Hur ser likviditeten ut på marknaden? För vilka produkter är den bra, för vilka är den mindre bra?
- D. Hur påverkar likviditeten prissättningen?
- E. Är det "rätt" pris på de finansiella produkterna?
- F. Är kostnaderna för transaktioner respektive säkerhetskrav adekvata eller inte? Förklara!

- G. Får ni tillgång till all information ni anser er behöva?
- H. Vilka brister i informationsförmedlingen ser ni? Specificera.
- I. Finns det behov av högre grad av transparens på den finansiella elmarknaden? Vad är det i så fall för typ av uppgifter du saknar? Konkretisera.
- J. Får alla deltagare tillgång till samma information samtidigt, eller finns det viktiga skillnader mellan olika aktörer? Vilka?
- K. Vilka intressekonflikter finns det idag ute hos aktörerna (och eventuellt hos er själva)? Är dessa ett problem?
- L. Finns det potential för intressekonflikter respektive insiderinformation i er organisation och hur hanterar ni dessa?
- M. Har ni förtroende för marknaden och marknadens aktörer?
- N. Påverkas ni av att Nord Pool lyder under norsk lag och att norska börsregler gäller?
- O. Vad anser ni fungerar bra/mindre bra/dåligt på den finansiella elmarknaden (ge gärna några exempel)?

3. Marknadsmisbruk

- A. Anser ni att det finns enskilda företag som genom sina bud, eller på annat sätt kan påverka priset på terminsmarknaden?
- B. Är det några särskilda tillfällen detta är mer eller mindre lätt?
- C. Om ni anser att möjligheten finns:
 - i. används den i praktiken?
 - ii. Är det allvarligt?

4. Vi ber er ge er syn på följande möjliga förändringar

- A. Krav på att all produktion säljs via elbörsen.
- B. Krav på att all finansiell handel rapporteras (syftet är att öka genomlysningen av marknaden)
- C. Krav på att alla avtal mellan leverantör och kund rapporteras (syftet är att öka genomlysningen av marknaden)
- D. Tydligare separering mellan produktion och elhandel. Varför? Hur?
- E. Minska koncentrationen genom att kräva uppdelning av producenter
- F. Annat?

5. Har ni andra kommentarer angående transparens, information etc. på den finansiella elmarknaden?

6. Förslag på åtgärder/förbättringar för den finansiella elmarknaden?

Tack för din medverkan!

Till
Verkställande direktören i elhandelsbolag
enligt sändlista

Energimyndigheten har fått i uppdrag att analysera den finansiella elmarknaden. Regeringen vill med detta uppdrag att Energimyndigheten gör en fördjupning och en konkretisering av Finansinspektionens rapport som publicerades den 10 maj 2005 och där Finansinspektionen bl.a. kom till slutsatsen att "den finansiella elhandeln lämnar en del i övrigt att önska när det gäller information och hantering av intressekonflikter". FI menade också att det finns skäl att tro att bristen på transparens i dagsläget är återhållande för aktörer som i princip har ett intresse av att delta. Samtidigt vill regeringen att Energimyndigheten ska inhämta synpunkter från bland annat näringslivet.

Genom att ni tar er tid att besvara enkäten bidrar ni direkt till att upptäcka eventuella brister i hur den finansiella elmarknaden fungerar och ni ger oss möjligheten att föreslå konkreta förbättringar till regeringskansliet i fall att sådana skulle behövas.

Vid frågor kontakta gärna en av följande:

Klaus Hammes
Klaus.Hammes@stem.se
016-544 2114

Carola Lindberg
Carola.Lindberg@stem.se
016-544 2066

Svaren skickar ni till:

Klaus Hammes
Energimyndigheten
Box 310
631 04 ESKILSTUNA

Eller via mail till Klaus.Hammes@stem.se. Ni får gärna uppge namn och telefonnummer för en eventuell personlig uppföljning av enkäten. Det går också bra att skicka svaren anonymt, ange i så fall att ni är ett elhandelsbolag. Vi vill ha era svar senast torsdagen den 26 januari 2006.

1. Om företaget

- A. Hur mycket el säljer ni per år (MWh)?
- B. Har ni egen produktion av el (MW och MWh/år)?
- C. Hur handlar ni er el (fördela totala mängden MWh)?
 - i. Köper ni el i bilaterala avtal? Helt eller delvis? Varför?

- ii. Har ni lagt ut er elhandel på portföljförvaltare (diskretionär eller orderstyrd förvaltning)? Helt eller delvis? Varför?
- iii. Ange vilka mängder el ni handlar med vilka typer av kontrakt.
- D. Har ni varit/är ni aktiva på den finansiella elmarknaden? (Om nej gå till 1 P och 1 Q och hoppa sedan resten av frågorna)
- E. Hur länge har ni varit aktiva på elmarknaden/den finansiella elmarknaden?
- F. Var det lätt att ta sig in i marknaden, vilka hinder upplevde ni?
- G. Varför gick ni in på den finansiella elmarknaden?
- H. Hur mycket handlar ni (antal kontrakt och MWh) per år?
Ungefärlig procentuell fördelning av volymerna på:
 - i. Som clearing client genom clearing representative på Nord Pool? Varför?
 - ii. På OTC (alltså via mäklare) och som clearing member med clearing via Nord Pool? Varför?
 - iii. På OTC utan clearing på Nord Pool? Varför?
 - iv. På Nord Pool som börsmedlem? Varför/varför inte?
 - v. Annat?
- I. I vilket/a syften handlar ni och vilka volymer handlar ni i dessa syften?
- J. Utför ni portföljförvaltningstjänster (diskretionära eller orderstyrda?) för externa kunder? Hur stor del av den handlade volymen handlar det om?
- K. Vilka produkter handlar ni? Uppge gärna ungefärliga volymer per produkt?
- L. Vilka ytterligare produkter skulle ni vilja handla?
- M. Ligger ni och både köper och säljer, eller köper ni mest? Ungefärlig fördelning av volymerna på köp och sälj.
- N. Vilka åtgärder behövs för att ni skulle handla mera?
- O. Bedriver ni egen analysverksamhet av den finansiella elmarknaden eller litar ni primärt på externa analyser (av vem?)?
- P. Varför är ni inte aktiva på den finansiella elmarknaden? (Bara om svaret på 1D var nej, svara gärna mycket utförligt)
- Q. Vilka åtgärder behövs för att ni skulle handla på den finansiella elmarknaden (hoppa sedan resten av frågorna)

2. Marknadens Funktionssätt:

- A. Fungerar den finansiella elmarknaden på ett tillfredställande sätt? Specificera.
- B. Är marknaden effektiv (Vad är enligt er uppfattning en effektiv marknad?)?
- C. Hur ser likviditeten ut på marknaden? För vilka produkter är den bra, för vilka är den mindre bra?
- D. Hur påverkar likviditeten prissättningen?
- E. Är det "rätt" pris på de finansiella produkterna?
- F. Är kostnaderna för transaktioner respektive säkerhetskrav adekvata eller inte? Förklara!

- G. Får ni tillgång till all information ni anser er behöva?
- H. Vilka brister i informationsförmedlingen ser ni? Specificera.
- I. Finns det behov av högre grad av transparens på den finansiella elmarknaden? Vad är det i så fall för typ av uppgifter du saknar? Konkretisera.
- J. Får alla deltagare tillgång till samma information samtidigt, eller finns det viktiga skillnader mellan olika aktörer? Vilka?
- K. Vilka intressekonflikter finns det idag ute hos aktörerna (och eventuellt hos er själva)? Är dessa ett problem?
- L. Finns det potential för intressekonflikter respektive insiderinformation i er organisation och hur hanterar ni dessa?
- M. Har ni förtroende för marknaden och marknadens aktörer?
- N. Påverkas ni av att Nord Pool lyder under norsk lag och att norska börsregler gäller?
- O. Vad anser ni fungerar bra/mindre bra/dåligt på den finansiella elmarknaden (ge gärna några exempel)?

3. Marknadsmisbruk

- A. Anser ni att det finns enskilda företag som genom sina bud, eller på annat sätt kan påverka priset på terminsmarknaden?
- B. Är det några särskilda tillfällen detta är mer eller mindre lätt?
- C. Om ni anser att möjligheten finns (ge gärna konkreta exempel):
 - i. används den i praktiken?
 - ii. Är det allvarligt?

4. Vi ber er ge er syn på följande möjliga förändringar

- A. Krav på att all produktion säljs via elbörsen.
- B. Krav på att all finansiell handel rapporteras (syftet är att öka genomlysningen av marknaden)
- C. Krav på att alla avtal mellan leverantör och kund rapporteras (syftet är att öka genomlysningen av marknaden)
- D. Tydligare separering mellan produktion och elhandel. Varför? Hur?
- E. Minska koncentrationen genom att kräva uppdelning av producenter
- F. Annat

5. Har ni andra kommentarer angående transparens, information etc. på den finansiella elmarknaden?

6. Förslag på åtgärder/förbättringar för den finansiella marknaden?

Tack för din medverkan!

Till
Verkställande direktören i värdepappersbolag
enligt sändlista

Energimyndigheten har fått i uppdrag att analysera den finansiella elmarknaden. Regeringen vill med detta uppdrag att Energimyndigheten gör en fördjupning och en konkretisering av Finansinspektionens rapport som publicerades den 10 maj 2005 och där Finansinspektionen bl.a. kom till slutsatsen att "den finansiella elhandeln lämnar en del i övrigt att önska när det gäller information och hantering av intressekonflikter". FI menade också att det finns skäl att tro att bristen på transparens i dagsläget är återhållande för aktörer som i princip har ett intresse av att delta. Värdepappersbolagen nämndes här särskilt. Samtidigt vill regeringen att Energimyndigheten ska inhämta synpunkter från bland annat näringslivet.

Genom att ni tar er tid att besvara enkäten bidrar ni direkt till att upptäcka eventuella brister i hur den finansiella elmarknaden fungerar och ni ger oss möjligheten att föreslå konkreta förbättringar till regeringskansliet i fall att sådana skulle behövas.

Vid frågor kontakta gärna en av följande:

Carola Lindberg
Carola.Lindberg@stem.se
016-544 2066

Klaus Hammes
Klaus.Hammes@stem.se
016-544 2114

Svaren skickar ni till:

Klaus Hammes
Energimyndigheten
Box 310
631 04 ESKILSTUNA

Eller via mail till Klaus.Hammes@stem.se. Ni får gärna uppge namn och telefonnummer för en eventuell personlig uppföljning av enkäten. Det går också bra att skicka svaren anonymt, ange i så fall att ni är ett värdepappersbolag. Vi vill ha era svar **senast måndagen den 23 januari 2006**.

1. Om företaget

- A. Är ni aktiva på några råvaruderivatmarknader? Vilka?
- B. Är ni aktiva på marknaden för utsläppsrätter, och i så fall på vilket sätt och i vilken omfattning? Varför/varför inte?

- C. Har ni varit/är ni aktiva på den finansiella elmarknaden? Om ni har lämnat marknaden förklarar gärna varför. (Om nej gå till 1 N och 1 O och hoppa sedan resten av enkäten)
- D. Hur länge har ni varit aktiva på elmarknaden/den finansiella elmarknaden?
- E. Var det lätt att ta sig in i marknaden, vilka hinder upplevde ni?
- F. Varför gick ni in på den finansiella elmarknaden?
- G. Hur mycket handlar ni (antal MWh och kontrakt) per år?
Ungefärlig procentuell fördelning av volymerna på:
 - i. Som medlem av Nord Pools finansiella elbörs?
 - ii. På OTC och som clearing member med clearing via Nord Pool? Varför?
 - iii. På OTC utan clearing på Nord Pool? Varför?
 - iv. Som clearing client via clearing members/representatives och med clearing via Nord Pool. Varför?
 - v. Annat?
- H. I vilket syfte handlar ni?
- I. Handlar ni i egen bok (ägarnas pengar) eller med kunders kapital?
- J. Vilka produkter handlar ni? Uppge gärna ungefärliga volymer per produkt.
- K. Vilka ytterligare produkter skulle ni vilja handla?
- L. Vilka åtgärder behövs för att ni skulle handla mer?
- M. Bedriver ni egen analysverksamheten (av den finansiella elmarknaden)?
- N. Varför är ni inte aktiva på den finansiella elmarknaden? (Bara om svaret till 1C var nej). Utveckla!
- O. Vilka åtgärder behövs för att ni skulle handla på den finansiella elmarknaden (hoppa sedan resten av frågorna)? Var gärna så konkret som möjligt.

2. Marknadens Funktionssätt:

- A. Fungerar den finansiella elmarknaden på ett tillfredställande sätt? Specificera.
- B. Är marknaden effektiv (Vad är enligt er uppfattning en effektiv marknad?)?
- C. Hur ser likviditeten ut på marknaden? För vilka produkter är den bra, för vilka är den mindre bra?
- D. Hur påverkar likviditeten prissättningen?
- E. Är det rätt priser på den finansiella elmarknaden?
- F. Är kostnaderna för transaktioner respektive säkerhetskrav adekvata eller inte? Förklara!
- G. Får ni tillgång till all information ni anser er behöva?
- H. Vilka brister i informationsförmedlingen ser ni? Specificera.
- I. Finns det behov av högre grad av transparens på den finansiella elmarknaden? Vad är det i så fall för typ av uppgifter du saknar? Konkretisera.

- J. Får alla deltagare tillgång till samma information samtidigt, eller finns det viktiga skillnader mellan olika aktörer? Vilka?
- K. Vilka intressekonflikter finns det idag ute hos aktörerna (och eventuellt hos er själva)? Är dessa ett problem?
- L. Finns det potential för intressekonflikter i er organisation och hur hanterar ni dessa?
- M. Har ni förtroende för marknaden och marknadens aktörer?
- N. Påverkas ni av att Nord Pool lyder under norsk lag och att norska børsregler gäller?
- O. Vad anser ni fungerar bra/mindre bra/dåligt på den finansiella elmarknaden (ge gärna några exempel)?

3. Marknadsmissbruk

- A. Anser ni att det finns enskilda företag som genom sina bud, eller på annat sätt kan påverka priset på terminsmarknaden?
- B. Är det några särskilda tillfällen detta är mer eller mindre lätt?
- C. Om ni anser att möjligheten finns:
 - i. används den i praktiken?
 - ii. Är det allvarligt?

4. Vi ber er ge er syn på följande möjliga förändringar

- A. Krav på att all produktion säljs via börsen.
- B. Krav på att all finansiell handel rapporteras (syftet är att öka genomlysningen av marknaden)
- C. Krav på att alla avtal mellan leverantör och kund rapporteras (syftet är att öka genomlysningen av marknaden)
- D. Tydligare separering mellan produktion och elhandel. Hur? Varför?
- E. Minska koncentrationen genom att kräva uppdelning av producenter
- F. Annat?

5. Har ni andra kommentarer angående transparens, information, regelverket etc. på den finansiella elmarknaden?

6. Förslag på åtgärder/förbättringar för den finansiella elmarknaden

Tack för att du tog dig ända hit!

Till
Verkställande direktören i elmäklarföretag
enligt sändlista

Energimyndigheten har fått i uppdrag att analysera den finansiella elmarknaden. Regeringen vill med detta uppdrag att Energimyndigheten gör en fördjupning och en konkretisering av Finansinspektionens rapport som publicerades den 10 maj 2005 och där Finansinspektionen bl.a. kom till slutsatsen att "den finansiella elhandeln lämnar en del i övrigt att önska när det gäller information och hantering av intressekonflikter". FI menade också att det finns skäl att tro att bristen på transparens i dagsläget är återhållande för aktörer som i princip har ett intresse av att delta. Samtidigt vill regeringen att Energimyndigheten ska inhämta synpunkter från bland annat näringslivet.

Genom att ni tar er tid att besvara enkäten bidrar ni direkt till att upptäcka eventuella brister i hur den finansiella elmarknaden fungerar och ni ger oss möjligheten att föreslå konkreta förbättringar till regeringskansliet i fall att sådana skulle behövas.

Vid frågor kontakta gärna en av följande:

Klaus Hammes
Klaus.Hammes@stem.se
016-544 2114

Carola Lindberg
Carola.Lindberg@stem.se
016-544 2066

Svaren skickar ni till:

Klaus Hammes
Energimyndigheten
Box 310
631 04 ESKILSTUNA

Eller via mail till Klaus.Hammes@stem.se. Ni får gärna uppge namn och telefonnummer för en eventuell personlig uppföljning av enkäten. Det går också bra att skicka svaren anonymt, ange i så fall att ni är mäklare. Vi vill ha era svar senast fredagen den 27 januari 2006.

1. Om företaget

- A. Hur ser ni er roll på elmarknaden?
- B. Vilka tjänster erbjuder ni, och vad kostar dessa tjänster?
- C. Hur länge har ni varit aktiva på elmarknaden/den finansiella elmarknaden?
- D. Var det lätt att ta sig in i marknaden, vilka hinder upplevde ni?
- E. Bedriver ni egen analysverksamhet av den finansiella elmarknaden eller litar ni primärt på externa analyser (av vem?)?
- F. Varför gick ni in på den finansiella elmarknaden?
- G. Förmedlar ni bara affärer mellan kunder eller handlar ni också i egen bok?
- H. Beskriv den handel ni förmedlar:
 - i. Totala volymen (antal MWh) fördelad på typer av produkter (antal MW per produkt) under 2005. Ange även genomsnittligt antal avslut per produkt (per dag där det görs affärer varje dag annars annan relevant indelning).
 - ii. Vi är särskilt intresserade av hur stor del av affärerna som görs i produkter som inte är listade på Nord Pool (ska ingå i svaret på frågan ovan). Beskriv gärna ytterligare vilka dessa produkter är och vilka behov de möter/tillfredsställer.
 - iii. Hur stor andel av den hos er totala handlade volymen i Nord Pools standardprodukter clearas på Nord Pool?
 - iv. Vilka är era kunder? Är det bara de som står listade som medlemmar av den finansiella marknaden på Nord Pool eller även andra? Vilka i så fall (typer)?
- I. Vilka ytterligare produkter skulle ni vilja handla?
- J. Vilka åtgärder behövs för att ni skulle handla mera?
- K. Utför ni portföljförvaltningstjänster (diskretionära eller orderstyrda?) för externa kunder? Hur stor del av den handlade volymen handlar det om?
- L. Vilka (potentiella) intressekonflikter finns hos er och hur hanterar ni dessa?
- M. Vilken typ av information samlar ni på er som inte är allmänt känt? Vad av den informationen anser ni är prispåverkande insiderinformation som inte ska handlas på innan den gjorts allmänt känd på marknaden?
- N. Hur tillser ni att era kunder inte handlar på t.ex. insider information? Bedriver ni någon marknadsövervakning i stil med Nord Pool?
- O. Hur tillser ni att ni inte ger råd baserat på insider information?
- P. Om ni handlar i egna böcker eller tar egna risker på annat sätt, hur tillser ni att ni inte handlar på insiderinformation?

2. Marknadens Funktionssätt:

- A. Fungerar den finansiella elmarknaden på ett tillfredställande sätt? Specificera.

- B. Är marknaden effektiv (Vad är enligt er uppfattning en effektiv marknad?)
- C. Hur ser likviditeten ut på marknaden? För vilka produkter är den bra, för vilka är den mindre bra?
- D. Hur påverkar likviditeten prissättningen?
- E. Är det "rätt" pris på de finansiella produkterna?
- F. Är kostnaderna för transaktioner respektive säkerhetskrav adekvata eller inte? Förklara!
- G. Får ni tillgång till all information ni anser er behöva?
- H. Vilka brister i informationsförmedlingen ser ni? Specificera.
- I. Finns det behov av högre grad av transparens på den finansiella elmarknaden? Vad är det i så fall för typ av uppgifter du saknar? Konkretisera.
- J. Får alla deltagare tillgång till samma information samtidigt, eller finns det viktiga skillnader mellan olika aktörer? Vilka?
- K. Vilka intressekonflikter finns det idag ute hos aktörerna (och eventuellt hos er själva)? Är dessa ett problem?
- L. Har ni förtroende för marknaden och marknadens aktörer?
- M. Påverkas ni av att Nord Pool lyder under norsk lag och att norska börsregler gäller?
- N. Vad anser ni fungerar bra/mindre bra/dåligt på den finansiella elmarknaden (ge gärna några exempel)?
- O. Hur många mäklare finns det på den finansiella elmarknaden? Är det fler än de fem organiserade i NEBA? Vilka är de och vad har de tagit för roller?

3. Marknadsmissbruk

- A. Anser ni att det finns enskilda företag som genom sina bud, eller på annat sätt kan påverka priset på terminsmarknaden?
- B. Är det några särskilda tillfällen detta är mer eller mindre lätt?
- C. Om ni anser att möjligheten finns (ge gärna konkreta exempel):
 - i. används den i praktiken?
 - ii. Är det allvarligt?

4. Vi ber er ge er syn på följande möjliga förändringar

- A. Krav på att all produktion säljs via elbörsen.
- B. Krav på att all finansiell handel rapporteras (syftet är att öka genomlysningen av marknaden)
- C. Krav på att alla avtal mellan leverantör och kund rapporteras (syftet är att öka genomlysningen av marknaden)
- D. Tydligare separering mellan produktion och elhandel. Varför? Hur?
- E. Minska koncentrationen genom att kräva uppdelning av producenter
- F. Annat

5. Har ni andra kommentarer angående transparens, information, regelverk etc. på den finansiella elmarknaden?

6. Förslag på åtgärder/förbättringar för den finansiella marknaden?

Tack för din medverkan!