

# Finansiella elmarknaden

Böcker och rapporter utgivna av Statens  
energimyndighet kan beställas från  
Energimyndighetens förlag.  
Orderfax: 016-544 22 59  
e-post: [forlaget@stem.se](mailto:forlaget@stem.se)

© Statens energimyndighet  
Upplaga: XX ex

ER XX

ISSN 1403-1892

## Förord

Regeringen har genom regeringsbeslut den 6 oktober 2005 (M/2005/5152/E) uppdragit åt Energimyndigheten att i samråd med Finansinspektionen och Affärsverket svenska kraftnät analysera den finansiella elmarknaden. Uppdraget innebär en fördjupning av den analys av denna marknad som Finansinspektionen gjorde våren 2005.

I rapporten redovisar Energimyndigheten en fördjupad analys av den finansiella elmarknaden och myndigheten lämnar ett antal konkreta förslag till hur den finansiella elmarknadens effektivitet skulle kunna förbättras. Slutsatser och förslag har tagits fram i samråd med Finansinspektionen och Affärsverket svenska kraftnät, samt efter samråd med Konkurrensverket.

Det kan dock konstateras att olika myndigheter, inte bara har olika synsätt på vilka åtgärder som är lämpliga att vidta utifrån den roll och uppdrag man har, utan även i grunden har olika perspektiv och principiell syn på den finansiella elmarknaden.

Det gäller t ex om inriktningen av de föreslagna åtgärderna bör utgå från ett synsätt präglad av frivilliga åtaganden eller ett synsätt som förordar mer tvingande lösningar. Det är i sin tur beroende av vilken uppfattning man har om hur väl den finansiella elmarknaden fungerar i dagsläget och hur förtroendet för marknadens aktörer på den fysiska elmarknaden påverkar förtroendet för den finansiella elmarknaden.

Det har mot denna bakgrund varit svårt att nå en fullständig samsyn mellan myndigheter såväl inom Sverige, som mellan svenska och norska myndigheter, om i vilken utsträckning det finns brister på den finansiella elmarknaden, tillsynen av den, samt i vilken mån elproducenter utnyttjar sitt informationsövertag i den finansiella handeln, eller agerar i strid med gällande lagstiftning avseende insiderfrågor.

Även om rapporten utgör en relativt omfattande genomgång av förhållanden på den finansiella elmarknaden, finns det mot bakgrund av de skilda perspektiven på den finansiella elmarknaden anledning att fortsätta analysera och även forska om elmarknadens funktionssätt. Energimyndigheten ser därför inte denna rapport som en slutpunkt, utan som ett bidrag till en fortsatt diskussion om och fördjupning av kunskapen om den finansiella elmarknaden inklusive marknaderna för utsläppsrätter och elcertifikat.

Vid Energimyndigheten har Carola Lindberg varit projektledare och Erik Filipsson, Klaus Hammes, Caroline Hellberg, Eva Centeno López samt Fredrik Svartengren har varit projektdeltagare. Pernilla Axelsson, Ulrika Raab och Paul Westin har också deltagit i arbetet med rapporten. Samtliga vid Avdelningen för systemanalys. En avgränsning och samordning med Energimarknadsinspektionens parallella uppdrag att analysera konkurrensen och prisbildningen på elmarknaden har skett.

Eskilstuna den 6 mars

Thomas Korsfeldt  
*Generaldirektör*

Carola Lindberg  
*Projektledare*



## Innehåll

<b>1</b>	<b>Sammanfattning</b>	<b>9</b>
	Energimyndighetens slutsatser och förslag .....	10
<b>2</b>	<b>Inledning och utgångspunkter</b>	<b>15</b>
2.1	Bakgrund .....	15
2.2	Uppdraget .....	15
2.3	Avgränsningar .....	16
2.4	Uppdragets genomförande .....	17
2.5	Rapportdisposition och läsanvisning .....	18
2.6	Finansinspektionens och Kredittilsynets rapporter .....	18
2.7	Konsultrapporter .....	21
<b>3</b>	<b>Vad är finansiell handel och finansiell elmarknad?</b>	<b>25</b>
3.1	Kort om Nord Pool .....	27
<b>4</b>	<b>Marknadseffektivitet</b>	<b>30</b>
4.1	Vad är marknadseffektivitet? .....	30
<b>5</b>	<b>Likviditet på Nord Pool</b>	<b>32</b>
5.1	Omsättning .....	32
5.2	Antal aktörer och avslut .....	33
5.3	Skillnad mellan köp- och säljbud (spread) .....	36
5.4	Hur ser likviditeten ut i olika produkter? .....	37
5.5	Likviditeten på andra el- och råvarubörser .....	39
5.6	Vilka är de befintliga aktörerna? .....	42
5.7	Potentiellt nya aktörer .....	44
5.8	Slutsatser .....	46
<b>6</b>	<b>Informationshantering</b>	<b>48</b>
6.1	Aktörernas syn på informationshanteringen .....	48
6.2	Slutsats .....	49
<b>7</b>	<b>Regelverk och tillsyn</b>	<b>51</b>
7.1	Nord Pools regelverk .....	51
7.2	Nord Pools marknadsövervakning .....	59
7.3	Tillsyn över intressekonflikter och insiderinformation .....	61
7.4	Tillsyn över intressekonflikter mot kund .....	63
7.5	MiFID under beredning i nationella lagstiftningar .....	68
7.6	Tillsyn över insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan .....	73
7.7	Slutsatser .....	76
<b>8</b>	<b>En högre ambitionsnivå för den finansiella elmarknaden</b>	<b>79</b>
<b>9</b>	<b>Handel med utsläppsrätter</b>	<b>82</b>
9.1	Bakgrund .....	82
9.2	Systemets funktion .....	83

9.3	Prispåverkande faktorer .....	84
9.4	Handeln i praktiken.....	85
9.5	Hantering av information.....	95
9.6	Handelshinder .....	96
9.7	Utsläppsrätternas legala status.....	96
9.8	Tillsyn på utsläppsmarknaden .....	97
9.9	Utsläppshandel och elmarknaden .....	97
9.10	Slutsatser.....	99
<b>10</b>	<b>Elcertifikatsystemet</b>	<b>102</b>
10.1	Introduktion .....	102
10.2	Marknaden för handel med elcertifikat.....	104
10.3	Hur handlas elcertifikat?.....	107
10.4	Pris och prisbildning .....	110
10.5	Information .....	114
10.6	Effektivare elcertifikathantering.....	116
10.7	Slutsatser.....	117
<b>11</b>	<b>Åtgärdsförslag</b>	<b>119</b>
11.1	Myndigheters informationshantering.....	119
11.2	Uppföljning och tillsyn av den finansiella elmarknaden och harmonisering av regelverket .....	119
11.3	Central efterlevnadsfunktion hos vertikalt integrerade elbolag.....	120
11.4	Utbildnings- och kommunikationsinsatser om elmarknaden gentemot nya aktörer och allmänheten .....	121
11.5	Stabila villkor och långsiktigt stabila regler .....	121

#### Bilagor:

1. Uppdrag att analysera den finansiella elmarknaden
2. Den Finansiella elmarknaden, Finansinspektionens rapport 2005:6
3. Kredittilsynets tillsyn med kraftderivatmarkedet
4. Beskrivning av Nord Pool
5. Översikt av den vetenskapliga litteraturen
6. Den finansiella elmarknaden, G Grönbergs Advokatbyrå
7. Regelverk och effektivitet på Nord Pools derivatmarknad, Econ
8. Lista över mottagare av enkäter från Energimyndigheten
9. Lista över intervjuade organisationer
10. Utskickade enkäter





# 1 Sammanfattning

Regeringen har uppdragit åt Energimyndigheten att i samråd med Finansinspektionen (FI) och Affärsverket svenska kraftnät (SvK) analysera den finansiella elmarknaden. Uppdraget redovisas efter samråd med Konkurrensverket. Uppdraget är en fördjupning av den analys som FI redovisade våren 2005 (FI 2005:6). Synpunkter har inhämtats från näringsliv och andra berörda organisationer.

Energimyndigheten kan konstatera att den finansiella elmarknaden relativt andra råvarumarknader fungerar väl, men att den har vissa brister med avseende på exempelvis transparens och insyn, myndigheters hantering av marknadspåverkande information, och tydliga och harmoniserade regler. Mot bakgrund av den analys som genomförts föreslås ett antal åtgärder för att förbättra den finansiella elmarknadens effektivitet. Förslagen är inriktade på förtroendeskapande åtgärder, hantering av marknadspåverkande information, genomlysning av tillämpning av regelverk, samt förstärkning av tillsyn och harmonisering av regelverk.

Aktörerna på marknaden har i allmänhet stort förtroende för den finansiella elmarknadens funktionssätt. Energimyndigheten har emellertid under sitt arbete med denna utredning mött aktörer som har ett lågt förtroende för den finansiella elmarknaden. Misstron baseras till viss del på okunskap om hur elmarknaden fungerar, men även farhågor om missbruk av t.ex. informationsövertag har framhållits som problematiska ur ett marknadsperspektiv.

Energimyndigheten har dock inte analyserat den fysiska elmarknadens funktion eftersom det ligger utanför detta uppdrag. Detta ingår däremot i det uppdrag som Energimarknadsinspektionen vid Energimyndigheten arbetat med parallellt med denna utredning.

Mot bakgrund av den begränsade tiden för uppdraget har det inte heller varit möjligt att fullständigt analysera eller ge en helhetsbild av den finansiella elmarknadens effektivitet i alla dess aspekter. Den analys och förslag som lämnas i denna rapport kan därför behöva utvecklas och utvärderas ytterligare.

Finansinspektionen har påpekat att de i denna rapport föreslagna åtgärderna kommer att förbättra förhållandena på den finansiella elmarknaden, men att det är svårt att säga i vilken utsträckning de är tillräckliga för att höja utvecklingsnivån för marknaden mot en högre ambitionsnivå, dvs. att skapa en marknad som attraherar rena finansiella aktörer och därigenom når en nivå som liknar andra finansiella marknader.

Det finns en hel del som talar för att den finansiella elmarknaden i Norden är en av de mest utvecklade finansiella elmarknaderna i världen, men att utredningar/analyser av det slag som Finansinspektionen (2005) och Energimyndigheten nu genomfört är några av de första i sitt slag. Att sammanställa och analysera information om den finansiella elmarknaden har därför varit tidskrävande och närmast att beteckna som en forskningsuppgift.

Att ha ambitionsnivån att rent finansiella investerare ska se marknaden som en intressant marknad att delta på, dvs. en nivå som närmar sig hur andra finansiella marknader fungerar, kräver vidare analyser eftersom det varit omöjligt att på den tid som stått till förfogande genomföra de analyser som krävs.

För att kunna göra en bedömning av vad som skulle kunna medföra en utveckling i linje med den högre ambitionsnivån skulle kräva en mer genomgripande analys av vad som driver prisbildningen på den finansiella elmarknaden. I en sådan analys skulle ingå att göra en bedömning av i vilken utsträckning det är möjligt för aktörer utan intressen i elproduktionen att bedöma hur priserna kan komma att utvecklas, och därmed bedöma risker och avkastningsmöjligheter på marknaden. En sådan analys har inte gjorts inom ramen för detta uppdrag, vilket sammanhänger med tidplanen för denna utredning och att den underliggande marknaden inte inkluderades i Energimyndighetens uppdrag utan behandlas i Energimarknadsinspektionens uppdrag som löpt parallellt med Energimyndighetens uppdrag. Energimarknadsinspektionens rapport om den underliggande elmarknaden innehåller i viss utsträckning en sådan analys, där det framhålls att det finns svagheter vad gäller konkurrensen på marknaden. Dessa svagheter påverkar naturligen också handeln på den finansiella marknaden, och intresset för finansiella investerare att delta på marknaden. Energimyndighetens bedömning är att det är nödvändigt att inom det framtida arbetet med vidareutveckling av handeln med el se på spot- och derivatmarknaderna tillsammans.

## **Energimyndighetens slutsatser och förslag**

### **Myndigheters informationshantering**

Finansinspektionen har pekat på att den finansiella elmarknaden påverkas av bl.a. myndigheters beslut. Energimyndighetens analys bekräftar att den finansiella elmarknaden, utsläppsrättsmarknaden och elcertifikatmarknaden påverkas av myndigheters beslut och att myndigheter har information som är/kan vara marknadspåverkande.

Aktörerna på elcertifikatmarknaden har dessutom efterfrågat en sammanställning av de utbyggnadsplaner som finns i form av inlämnade och godkända tillståndsansökningar. Detta skulle underlätta deras bedömning av utbudet på marknaden.

- Energimyndigheten föreslår att regeringen ger berörda myndigheter i uppdrag att undersöka förekomsten av marknadspåverkande information inom ramen för sina organisationer. Uppdraget bör inkludera att utveckla de policier och rutiner, samt ev. informationssystem, som krävs för att säkerställa en korrekt hantering från statens sida av information, som å ena sidan kan vara offentlig, och å andra sidan marknadspåverkande.
- Energimyndigheten kan åta sig att sammanställa en lista över anläggningar som fått tillstånd att byggas under förutsättning att tillståndsinstanserna blir skyldiga att rapportera uppgifterna om inkommande tillståndsansökningar och beslutade tillstånd till Energimyndigheten. Detta skulle förbättra aktörernas möjlighet att bedöma utbudet på elcertifikatmarknaden.

### **Uppföljning och tillsyn av den finansiella elmarknaden och harmonisering av regelverket**

Energimyndigheten menar att det är viktigt att aktörerna kan lita på att tillsynen över insiderinformationshantering, marknadsmanipulation och intressekonflikter fungerar. För aktörerna i Norden gäller olika nationella lagstiftningar och tillsynsmyndigheterna har olika uppfattningar om marknadens funktionssätt. Detta medför att det till viss del är otydligt för aktörerna vilka regler som gäller. Olika regler kan också orsaka snedvridningar. Införandet av Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument (MiFID) kommer att bidra till en viss harmonisering, men inte fullt ut. MiFID ska vara införlivad i nationell rätt den 1 februari 2007 och träda i kraft den 1 november 2007<sup>1</sup>. I och med att MiFID införs finns en risk att några av de idag tillståndspliktiga bolagen i Sverige blir undantagna.

Energimyndigheten anser att tillsynen och regelverket över den finansiella elmarknaden bör förstärkas och förtydligas och föreslår mot bakgrund av detta ett antal åtgärder:

- Energimyndigheten anser att regeringen bör ta initiativ till en harmonisering av regelverket i de nordiska länderna då skillnader i regelverken och tolkningen av desamma försvårar för aktörerna på marknaden. I detta sammanhang är en ökad samordning och samverkan mellan Finansinspektionen och deras nordiska motsvarigheter önskvärd.
- Energimyndigheten föreslår att tolkning av vissa regler om insiderinformation och hur styrning/uppföljning av desamma ska gå till bör struktureras upp som stöd i skapandet av handelsbruk. Det är viktigt att det finns klara regler för hur insiderinformation och intressekonflikter ska hanteras. Energimyndigheten anser det önskvärt att Nord Pool i samråd med tillsynsmyndigheter och branschorganisationerna/aktörerna tar fram regler/riktlinjer/råd för hur regelverket ska tolkas.

---

<sup>1</sup> Regeringen har tillsatt en utredare som bl.a. har till uppgift att titta på hur MiFID ska implementeras i svensk lagstiftning. (Utredningen om värdepappersmarknadsfrågor Dir. 2004:90, tilläggsdir. 2005:46 ) Utredningen planteras att avslutas senast den 28 april 2006.

- En möjlig lösning för att harmonisera reglerna om intressekonflikter mot kund, mellan länderna och mellan olika aktörstyper, kan vara att införa regler om detta i Nord Pools regelverk. Detta bör analyseras vidare.

### **Central efterlevnadsfunktion hos vertikalt integrerade elbolag**

Energimyndigheten har under uppdragets genomförande funnit att de fyra stora producenterna är öppna med hur de organiserar sin efterlevnad av regelverket, men att informationen är svår för utomstående aktörer att finna, bl.a. eftersom den inte på något tydligt sätt kommuniceras till marknaden.

Energimyndigheten bedömer att förtroendet för både den fysiska elmarknaden och särskilt den finansiella elmarknaden skulle öka om producenterna (de vertikalt integrerade koncernerna) hade en högre transparens i fråga om hur de hanterar prispåverkande marknadsinformation (särskilt insiderinformation) och intressekonflikter avseende elmarknaden. Energimyndigheten bedömer att det generellt sett saknas en efterlevnadsfunktion/befattning (*Compliance-funktion*) på koncernnivå som håller ihop arbetet med efterlevnaden av lagar och regler inom koncernen. En sådan funktion skulle också underlätta att ge en samlad bild av hur koncernens olika intressekonflikter och insiderinformation hanteras, en sådan helhetsbild är idag svår att få. En sådan funktion samordnar att regelverk hålls uppdaterade och dokumenteras i alla relevanta delar av koncernen, och att utbildning och kontroll av efterlevnaden genomförs. Det är viktigt att alla källor till insiderinformation identifieras och dokumenteras, och att därtill hörande informationsflöden och beslutsprocesser styrs upp. En sådan funktion skulle också ha till uppgift att kommunicera hur efterlevnaden sköts för att öka transparensen.

- Energimyndigheten föreslår att en efterlevnadsfunktion (*Compliance-funktion*) på koncernnivå införs på företagen. Detta kan ske antingen via lagstiftning eller via någon form av frivilligt åtagande av branschen för att stärka förtroendet för branschen och marknaden.

### **Utbildnings- och kommunikationsinsatser om elmarknaden gentemot nya aktörer och allmänheten**

Det finns en brist på kunskap hos aktörerna utanför elmarknaden om elmarknadens funktion, vilket också påverkar förtroendet för marknaden, varför det finns ett behov av utbildnings- och kunskapsspridningsinsatser från Nord Pool, myndigheter och marknadens aktörer.

- Energimyndigheten anser att det är angeläget att utbildnings- och kommunikationsinsatser om elmarknadens regelverk och funktionssätt utökas.

### **Stabila villkor och långsiktigt stabila regler**

Energimyndigheten menar att det är viktigt att det ges långsiktigt stabila villkor för den finansiella elmarknaden, både vad avser el, utsläppsrätter och elcertifikat. Politiska beslut påverkar i hög grad samtliga marknader. Elcertifikatmarknaden, som är den minsta marknaden sett ur omsättningssynpunkt, är t.ex. direkt skapad genom politiska beslut och därmed direkt avhängig långsiktiga politiska beslut för stabila marknadsvillkor.

Energimyndigheten är, enligt förslag i lagrådsremissen från den 23 februari 2006 Förnybar el med gröna certifikat, ansvarig för att i god tid informera marknaden om produktionsförändringar till följd av utfasningen av anläggningar ur systemet. Energimyndigheten avser att ta fram och etablera en tillfredsställande funktion för detta.



## 2 Inledning och utgångspunkter

*I denna inledning ges bakgrund och uppdragsbeskrivning, avgränsningar och rapportdisposition. Genomförandet av uppdraget redovisas och dessutom ges en sammanfattning av Finansinspektionens rapport, korta sammanfattningar av underlagsrapporter samt en sammanfattning av norska Kredittilsynets rapport om den finansiella elmarknaden.*

### 2.1 Bakgrund

I maj 2005 presenterade Finansinspektionen (FI) en rapport om den finansiella elmarknaden (2005:6)<sup>2</sup>. Syftet med inspektionens granskning var dels att få utökad kunskap om den finansiella elmarknaden och dess delar, dels att utröna om elmarknaden uppfyller de krav som FI, i egenskap av tillsynsmyndighet, ställer på en väl fungerande finansiell marknad. Norska Kredittilsynet redovisade i juni 2005 en rapport på motsvarande ämne.<sup>3</sup>

Vid de nordiska energiministrarnas möte på Grönland i augusti 2005 uttalade ministrarna bl.a. att utsläppshandelns inflytande över prisbildningen på elmarknaden både beträffande börspriset och slutkundspriser bör analyseras och att elbörsens verksamhetsprinciper och gällande regler för övervakning bör gås igenom i ett nordiskt perspektiv.<sup>4</sup>

### 2.2 Uppdraget

Uppdragets formulering enligt Regeringsbeslut 17 av den 6 oktober 2005 (M2005/5152/E):

*”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 utsläppsätter. Uppdraget innebär en fördjupning och en konkretisering av den analys av denna marknad som FI gjorde våren 2005. Uppdraget skall redovisas efter samråd med Konkurrensverket.*

---

<sup>2</sup> Rapporten finns som bilaga till denna utredning och kan laddas ned från FI:s hemsida [www.fi.se](http://www.fi.se)

<sup>3</sup> Kredittilsynets tillsyn med kraftderivatmarkedet. Kredittilsynet, juni 2005. Rapporten finns som bilaga till denna utredning.

<sup>4</sup> Se [www.norden.org](http://www.norden.org)

*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.”*

## **2.3 Avgränsningar**

Arbetet och rapporten har avgränsats till den finansiella elmarknaden i enlighet med uppdraget. Marknaderna för elderivat, utsläppsrätter och elcertifikat har analyserats.

Det innebär att den fysiska elhandeln, inklusive prisbildningen och konkurrensen där (annat än i undantagsfall) inte berörs i rapporten. Energimarknadsinspektionen har ett parallellt uppdrag att undersöka just dessa frågeställningar:

*Energimarknadsinspektionen vid Statens energimyndighet (EMI) ges i uppdrag att analysera elmarknadens funktionssätt med tonvikt på konkurrensen och prisbildningen på el på elmarknaden. EMI skall med utgångspunkt i analysen överväga behovet av eventuella åtgärder för att säkerställa en väl fungerande konkurrens och en effektiv prisbildning.*

*Uppdraget skall redovisas i samråd med Konkurrensverket och efter samråd med Affärsverket svenska kraftnät och Finansinspektionen. EMI skall även inhämta synpunkter från näringslivet samt övriga berörda myndigheter och organisationer.*

*Uppdraget skall redovisas senast den 1 mars 2006.*

Mot bakgrund av den begränsade tiden för uppdraget har Energimyndighetens direkta kontakter främst avsett Norge, men i viss utsträckning även inkluderat Finland och Danmark.

Jämförelser med råvarubörser i andra länder, t.ex. Tyskland, Storbritannien och USA har också gjorts.

Energimyndigheten har fokuserat på att fördjupa och konkretisera Finansinspektionens rapport, i enlighet med uppdraget. Slutligen har fokus också



varit att komma med konkreta förslag till åtgärder för att stärka den finansiella elmarknadens effektivitet.

Det är viktigt att notera att förslagen i vissa fall måste riktas till tredje part, t.ex. i form av rekommendationer till Nord Pool eller aktörerna i branschen, eftersom en stor del av den finansiella elhandeln sker just via Nord Pool, eller via mäklare och andra börser. Aktörernas agerande regleras därmed inte uteslutande genom svensk lagstiftning.

## **2.4 Uppdragets genomförande**

Uppdraget har genomförts i samråd med Finansinspektionen och Affärsverket svenska kraftnät, samt efter samråd med Konkurrensverket. Synpunkter har inhämtats från näringsliv och berörda myndigheter och organisationer i Sverige och Norge.

Energimyndigheten har genomfört ett stort antal intervjuer, bl.a. med ett stort antal representanter för olika funktioner inom de 4 stora vertikalt integrerade elbolagen (Vattenfall, E.on, Statkraft och Fortum). Vidare har Energimyndigheten skickat enkäter till ett ännu större antal företag (24 värdepappersbolag, 27 elhandelsbolag, 25 större elanvändare och 5 mäklare.). Svar har inkommit från totalt 15 företag i Sverige, Finland och Norge. Härtill har Energimyndigheten lagt ut ett konsultuppdrag omfattande intervjuer med fyra elhandelsföretag och sex större slutförbrukare.

Kontakterna med Nord Pool har relativt varit omfattande och Kredittilsynet och Ökokrim (Norska polisen) har lämnat information och synpunkter till utredningen.

Möten har vidare avhållits med Finansinspektionen, Svenska Kraftnät, Vattenfall, organisationen Oberoende elhandlare<sup>5</sup>, Svenska Fondhandlareföreningen och några av dess medlemmar (Carnegie, Enskilda SEB, Nordea m.fl.), Svensk Energi, Svensk Kraftmäkling (SKM) och Point Carbon, m.fl.

Det har trots dessa omfattande kontakter varit relativt svårt att skapa en helhetsbild över vissa delar av informationshanteringen på den finansiella elmarknaden, något som Energimyndigheten återkommer till i analys- och förslagsdelen av rapporten.

---

<sup>5</sup> Organisationens medlemsföretag är: Bergen Energi AB, Falkenberg Energihandel AB, Hydro Energi Syd AB, Hydro Kraft AB, Kraft&Kultur, Kundkraft Sverige AB, Markedskraft AB, Storuman Energi AB, Telge Energi Försäljning AB.

## **2.5 Rapportdisposition och läsanvisning**

Läsaren av denna rapport förutsätts ha grundläggande kunskaper om den nordiska elmarknaden. Någon allmän redogörelse för den nordiska elmarknaden i stort ges därför inte. Däremot ges i kapitel 3 en allmän genomgång av den finansiella elmarknaden. En lista med vanligt förekommande förkortningar och begrepp lämnas i slutet av rapporten.

Avsnitt 3.1 ger en kort beskrivning av den viktigaste finansiella marknadsplatsen, Nord Pool. Ytterligare organisationsbeskrivning ges i bilaga 4.

I kapitel 4 ges inledningsvis en sammanfattning av vad som menas med effektivitet på en finansiell marknad, därefter följer i kapitel 5 en genomgång av den finansiella elmarknadens likviditet.

Informationshantering är en avgörande faktor för finansiell handel och analyseras i kapitel 6 och kapitel 7 i samband med att Nord Pools regelverk och marknadsövervakning, och den finansiella tillsynen och lagstiftningen går igenom. I kapitel 8 diskuteras vidare en högre ambitionsnivå för den finansiella elmarknaden.

Analysen ska omfatta utsläppsrätter (kapitel 9) och elcertifikat (kapitel 10).

Därefter följer i kapitel 11 Energimyndighetens konkreta förslag till åtgärder för att förbättra den finansiella elmarknadens effektivitet.

Som bilagor lämnas 1) regeringens uppdragsbeskrivning, 2) Finansinspektionens och 3) Kredittilsynets rapporter. Därefter följer i 4) en mer omfattande beskrivning av Nord Pools organisation, 5) en kortare genomgång av den vetenskapliga litteraturen. Två av de konsultrapporter som legat till grund för analysen lämnas som bilagor 6) och 7) och till sist i bilagorna 8)-10) information om vilka aktörer myndigheten varit i kontakt med.

## **2.6 Finansinspektionens och Kredittilsynets rapporter**

### **2.6.1 Finansinspektionen**

Det som regeringen i sitt beslut om uppdraget framhåller i FI:s rapport kan sammanfattas i att god tillgång till relevant information för alla marknadsdeltagare samt en genomtänkt och väl fungerande hantering av de intressekonflikter som kan uppstå i handeln är viktigt för att finansiella marknader skall fungera väl. Annars uppstår en obalans som påverkar såväl marknadseffektiviteten som förtroendet för marknaden som sådan. Pga. den finansiella elmarknadens struktur där produktionsbolagen är betydelsefulla aktörer även på den finansiella marknaden och produktionsanläggningar dessutom samägs, är även 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.

FI menade att det finns klara brister i informationshanteringen på den finansiella elmarknaden och konstaterade också 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.

Finansinspektionen menade vidare att den finansiella elmarknaden ur ett tillsynsperspektiv inte är så betydelsefull att det motiverar att FI:s prioritering och insatser på området höjs på bekostnad av FI:s andra uppgifter.

Finansinspektionens utgångspunkt i analysen är att samma grundläggande krav som ställs på exempelvis aktiemarknaden beträffande information, genomlysning hantering av intressekonflikter och marknadseffektivitet även ska gälla för den finansiella elmarknaden.

Eftersom den finansiella elmarknaden är en professionell marknad (av liten betydelse för finanssystemet och för konsumentintresset) menar FI att tillsynens fokus bör ligga på frågor kring genomlysning av marknaden och hantering av intressekonflikter.

### **2.6.2 Kredittilsynet**

Som ett svar på Finansinspektionens rapport från i maj 2005 lämnade det norska Kredittilsynet en rapport i juni 2005 ”Kredittilsynets tillsyn med kraftderivatmarkedet”. Denna rapport sammanfattas här och återfinns även som bilaga.

Kredittilsynet brukar normalt inte vilja kommentera olikheter i synen på hur elmarknaden fungerar och vilken roll elderivatmarknaden spelar. Kredittilsynets värdering av betydelsen av marknadsimperfectioner på elderivatmarknaden, och hur dessa ska hanteras avviker emellertid i betydande grad från svenska Finansinspektionens (FI) syn enligt deras rapport från maj 2005.

Den nordiska elderivatmarknaden regleras i hög grad genom Nord Pool ASA som börs, och börsen står under det norska Kredittilsynets tillsyn. Kredittilsynet har vid flera tillfällen undersökt om det finns några brister i den nuvarande regleringen av den finansiella elmarknaden, senast i samband med den norska implementeringen av direktivet om marknadsmissbruk. Insiderhandel i produkter noterade på Nord Pool regleras genom börsens regelverk. Detta anses som ändamålsenligt eftersom aktörerna på derivatmarknaden är professionella och att det därmed inte finns något konsumentskydd att slå vakt om. Priserna på Nord Pool anses av marknadsaktörerna vara gällande marknadspriser, och likviditeten i elderivatet anses som tillräcklig för att alla elderivatkontrakt handlade på den oreglerade OTC-marknaden normalt har ett pris direkt relaterat till produkterna

noterade på Nord Pool. Undersökningar tyder på att dagens reglering av insiderhandeln på elderivatmarknaden är ändamålsenlig, och det har inte framkommit något som säger att insiderhandel är ett omfattande problem. Kredittilsynet delar därför inte FI:s oro att insiderhandel kan vara ett stort problem på elderivatmarknaden, eller att det därför kan finnas behov för kraftiga åtgärder.

Kredittilsynet skriver att FI antyder att antalet finansiella aktörer är obetydligt, och påpekar därför att cirka en tredjedel av antalet aktörer och av den omsatta volymen på Nord Pool handlas av rent finansiella aktörer vilket får anses som en betydande andel. Dessa aktörer handlar på elderivatmarknaden som alternativ till alla andra finansmarknader, samt kan normalt inte sitta med insiderinformation knuten till fysisk produktion och förbrukning. De menar att aktiviteten bland dessa aktörer torde ha varit väsentligt lägre om de hade uppfattat övriga aktörers hantering av insiderinformation som ett betydande problem.

Kredittilsynet skriver vidare att FI anser att elderivatpriserna kan vara manipulerade genom insiderinformation, så att priserna till slutförbrukarna blir onormalt eller konstlat höga. Kredittilsynet menar att det råder nästan inga tvivel om att elderivatpriserna i stor grad är ett estimat av framtida spotpriser.

Kredittilsynet skriver att FI anser att ett väsentligt insiderproblem är knutet till att marknadsaktörerna på elmarknaden har samma handelslokaler för elderivathandeln och den fysiska handeln. Det anses som ett betydande insiderproblem att det inte krävs fysisk åtskillnad mellan dessa marknadsmiljöer, på det sätt som krävs i aktiehandeln mellan corporate-verksamhet och aktiehandelsverksamhet, då dessa verksamheter ska drivas inom samma företag. Kredittilsynet hävdar emellertid att det föreligger marknadsspecifika omständigheter på elmarknaden som innebär att handeln inte kan separeras i olika miljöer på samma sätt som på aktiemarknaden. Elderivaten är säkringsinstrument för den fysiska elen. Det är svårt att tänka sig hur det skulle vara möjligt att skilja handeln med elderivat från handeln med de fysiska avtalen, så länge elderivatkontrakten är prissäkringsinstrument för de fysiska kontrakten, och elproducenter och elleverantörer naturligt handlar dessa kontrakt samtidigt och i ett fast förhållande till varandra, och att de båda aktiviteterna är att betrakta som tillhörande en och samma process.

Nord Pools regelverk reglerar vad som ska anses vara insiderinformation på elmarknaden och hur denna information ska förmedlas till övriga aktörer på den nordiska elmarknaden. När en aktör hamnar i insiderposition praktiseras handelsförbud. Nord Pool har egna rutiner för undersökningar av missbruk av insiderinformation från den fysiska marknaden. Marknadsaktörerna känner väl till marknadsövervakningens aktiviteter, och det har hittills inte påvisats något tillfälle där insiderinformation använts för att ta fördelaktiga positioner i elderivatmarknaden.

Kredittilsynet menar att FI ensidigt har fokuserat på insiderproblematiken som den viktigaste orsaken till marknadsimperfektioner på elderivatmarknaden. Kredittilsynet anser i stället att motverkandet av marknadsmanipulation är den viktigaste uppgiften för regleringen av elderivatmarknaden. Undersökningar visar att marknadsmanipulation är möjlig, och det har i praktiken visat sig att enskilda aktörer varit villiga att utnyttja sig av möjligheten. I Nord Pools marknadsövervakning ingår att följa upp misstankar om marknadsmanipulation.

## **2.7 Konsultrapporter**

Nedan berörs endast slutsatser från konsultrapporterna avseende marknaden för elderivat. För slutsatser avseende utsläppshandel och elcertifikat, se kapitel 9 och 10.

### **2.7.1 ECON**

ECON har bidragit med en underlagsrapport med titeln *Regelverk och effektivitet på Nord Pools derivatmarknad*<sup>6</sup> (Se bilaga 7). ECON har jämfört regelverk och likviditet på börserna 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). ECON:s slutsatser är att:

- olika marknadsplatser anpassar olika typer av regleringar till sin verksamhet, samt att nationella finansiella marknadsregleringar har stor betydelse i sammanhanget.
- Nord Pool är en väl fungerande marknadsplats för finansiell elhandel.
- nivån på transparens samt de informationskrav som gäller på Nord Pool står sig bra vid en jämförelse med andra marknadsplatser.
- att internationellt samarbete och harmonisering av regleringen i kombination med övervakningen av reglermyndigheter, liknande sådan som finns i England & Wales och i USA kan vara ett stöd i marknadsövervakningen och på så sätt utgöra ett bidrag till en positiv utveckling av marknads funktionalitet.

### **2.7.2 Grönbergs advokatbyrå**

G Grönbergs advokatbyrå har på uppdrag av Energimyndigheten utrett och analyserat det normsystem som är tillämpligt på den nordiska marknaden för elhandel. I rapporten ges en inledande genomgång av regelverket. De synpunkter och förslag som lämnas i rapporten som är av mer allmän, icke-juridisk karaktär, bygger på Grönbergs tidigare erfarenheter av värdepappersmarknaden och den finansiella marknaden samt på de synpunkter som inhämtats från vissa aktörer. Rapporten *Den finansiella elmarknaden - Rapport till Statens Energimyndighet 2006-02* lämnas som bilaga till denna utredning.

---

<sup>6</sup> Rapporten är i sin helhet på engelska, i bilagan 2 lämnas den kortare svenska sammanfattningen.

Grönbergs iakttagelser och slutsatser är att:

- Marknadsinformationen fungerar på ett tillfredställande sätt.
- Marknaden är transparent.
- Systemet med UMM [*Urgent Market Messages*] fungerar bra och ger relevant information i rätt tid.
- Den insyn aktörerna har i förhållandena på marknaden skiljer sig markant från den insyn en utomstående part har.
- Hanteringen av insiderinformation fungerar bra. Insiderinformation upplevs inte som ett problem för industrin.
- Det faktum att en del av handeln inte clearas minskar transparensen på marknaden.
- 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 [t.ex. vertikala kraftbolag, STEM:s anm.]
- 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. Detta måste också kombineras med en intensifierad marknadsövervakning.
- Likviditeten är fullt tillräcklig. Likviditeten är nästan lika god som under den period Enron och övriga amerikanska aktörer var verksamma på den nordiska elmarknaden.
- Förtroendet för marknaden är 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- Regelverket (lagstiftningen och Nord Pools regler) är tydliga i förbuden mot insiderhandel. Det finns inte anledning att förändra reglerna på detta område.
- Misstankar om insiderhandel är mycket ovanliga.
- Samägandet [av t.ex. kärnkraftsverken, STEM:s anm.] är ett upplevt problem. Intressekonflikter kan minskas genom att personer som har

ledande befattningar (i styrelser eller på andra sätt) i de gemensamma produktionsbolagen inte får ha motsvarande befattningar i ägarbolagen.

- Erfarenheter visar att självreglering är en effektiv form av reglering som leder till ökat förtroende för aktörerna. Den modell som Fondhandlarföreningen tillämpar skulle kunna fungera på den finansiella elmarknaden. En viktig skillnad är att aktörerna på den finansiella elmarknaden bedriver verksamhet under flera olika lagstiftningar.
- En ökad kontroll av att det nuvarande normsystemet efterlevs skulle kunna medföra att förtroendet för marknaden stärktes ytterligare.

### 2.7.3 EME-analys

Energimyndigheten/Energimarknadsinspektionen har även uppdragit åt EME-analys att ta fram underlagsrapporter avseende både den fysiska elmarknaden och den finansiella elmarknaden. I rapporten *Konkurrensen på elmarknaden - Resultat från en intervjuundersökning med aktörer på elmarknaden* redogör EME-analys för resultat från intervjuer med sex slutanvändare av el och fyra elhandelsföretag. Slutsatserna från dessa intervjuer avseende den finansiella elmarknaden är att:

- Aktörerna har generellt stort förtroende för prisbildningen på terminsmarknaden. Det gäller särskilt i de mer kortsiktiga produkterna (ett till två år)
- För de mer långsiktiga produkterna som handlas på Nord Pool och på OTC-marknaden är likviditeten sämre, vilket vissa upplever som ett problem.
- En konsekvens av liten handel är att gapet mellan säljbud och köpbud är stort.
- Nord Pool får överlag ett gott omdöme, man uppskattar särskilt det aktiva arbete som Nord Pool utför för att stävja tendenser till missbruk.
- Flera av de intervjuade menade att Nord Pool borde sänka de fasta avgifterna och säkerhetskraven<sup>7</sup> för att stimulera fler att bli aktörer på marknaden.
- Produkten CfD (försäkring mot prisområdesdifferens) anses vara felpri satt i bemärkelsen att produkten är för dyr ur svenska köparens perspektiv. Likviditeten är låg.
- Mäklarna får gott omdöme av elhandelsföretagen (användarna har normalt inte kontakt med mäklarna)
- NVE har ett tydligare uppdrag att göra hydrologiska data allmänt tillgängligt än SMHI. Svenska producenter får ett informationsövertag.
- Oskarshamns kärnkraftsgrupp (OKG) rapporterar driftstörningar till Eon energihandel istället för direkt till Nord Pool, vilket upplevs som ett problem, kontra hur andra kärnkraftsverk rapporterar direkt till Nord Pool.
- Det upplevs som att FI prioriterar tillsyn över den finansiella elhandeln lågt, vilket upplevs som ett problem.
- Någon reformering av den finansiella elmarknaden ser man inget behov av. Men basindustrin ser problem i att marknaden är alltför kortsiktig.

---

<sup>7</sup> Den ekonomiska säkerhet som måste ställas. Energimyndighetens anm.





### 3 Vad är finansiell handel och finansiell elmarknad?

*I kapitlet ges en översiktlig beskrivning av vad den finansiella elmarknaden är, med tonvikt på elderivat. Kapitlet innehåller också en kort beskrivning av Nord Pool. För beskrivningar av utsläppshandel och elcertifikat, se kapitel 9 och 10.*

På den finansiella elmarknaden handlas det med elderivat. Derivat är finansiella instrument vars värde beror på en underliggande varas utveckling. För de elderivat som handlas på Nord Pool är spotpriset på el på Nord Pool den underliggande varan, förutom för optionerna, där den underliggande varan är s.k. forwards. Avräkning av elderivat på Nord Pool sker finansiellt, d v s utan fysisk leverans av en underliggande vara.

Den finansiella elmarknaden dvs. marknaden för elderivat bottnar i att det finns aktörer som producerar respektive konsumerar den fysiska underliggande varan el och att de har ett behov av att prissäkra sig och hantera sin risk i samband med den fysiska handeln. Det i sig förutsätter att den underliggande marknaden är tillräckligt volatil (lättroilig) och osäker så att aktörerna har behov av riskhantering. Dessa aktörers behov är en förutsättning för att rena finansiella aktörer ska vilja komma in på marknaden. De aktörer som har ett fysiskt behov att riskhantera (produktion eller förbrukning) är beredda att betala en viss riskpremie för att slippa alltför stora svängningar i resultatet. Denna riskpremie skapar ett vinstutrymme för de finansiella aktörerna. De finansiella aktörerna å sin sida bidrar med en ökad likviditet.

Det finns i huvudsak två skilda syften med att handla med elderivat:

- Riskhantering – Derivat är avtal om att köpa eller sälja en prisgaranti för en framtida leveransperiod och kan användas som en försäkring mot framtida rörelser i spotpriset och som ett verktyg för att hantera sin prISRISK. Producenter kan t.ex. låsa in ett försäljningspris, elhandlare kan låsa in en marginal och förbrukare kan köpa kraft för en viss framtida period till ett fast pris.
- Spekulation – Syftet med spekulation är att tjäna pengar. Derivat köps och säljs för spekulation i prisrörelser och förväntade framtida priser. En spekulant handlar på en tro att priset är högt eller lågt i kort eller långt perspektiv.

Många aktörer både köper och säljer derivat på den finansiella elmarknaden. De aktörer som har produktionstillgångar och/eller elkunder i Norden har ofta en fokus på riskhantering men spekulerar i allmänhet också. Härutöver finns det rena

finansiella aktörer som handlar i egen bok och/eller bedriver kapitalförvaltning för kunders räkning.

Det finns framför allt tre huvudtyper av handel på den finansiella elmarknaden:

1. Handel på Nord Pool ASA – handel på börsen i noterade instrument som clearas genom Nord Pool Clearing<sup>8</sup>.
2. 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-avtalen<sup>9</sup>.
3. 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 mellanhand. OTC-handel i instrument som är noterade på börsen kan clearas genom Nord Pool.

Härutöver sker även en stor del av handeln som matchning eller nettning inom de olika elbolagen. Man har ofta ett handelsbord som fungerar som marknadsaccess. När handelsbordet får köp- och säljorder från olika portföljer som matchar varandra så sluts affären internt, på så sätt slipper man betala transaktionskostnaden till Nord Pool. Dessa affärer syns inte på Nord Pool.

Det finns derivat som är standardiserade och noterade på Nord Pool, och derivat som är onoterade och då ofta mer illikvida och/eller skräddarsydda.

Handeln i de noterade produkterna på Nord Pool och handeln i de noterade produkterna som görs via mäklare eller bilateralt och som clearas via Nord Pool rapporteras in till Nord Pool till pris och volym. Den OTC- och bilaterala handel som sker i noterade produkter och inte clearas via Nord Pool eller den handel som inte rör noterade produkter betraktas däremot som oreglerad. Det betyder också att det inte finns någon kunskap om den faktiska omfattningen av denna handel.

OTC-mäklare vi har intervjuat har angett att ca 80 % av det som handlas via mäklare clearas och att nästan all handel via mäklarna i de noterade produkterna clearas. Aktörerna som handlar via mäklare är samma aktörer som är clearingaktörer på Nord Pool.

---

<sup>8</sup> Clearing innebär att en tredje part (Clearinghuset) går in som motpart till både köpare och säljare för att minska motpartsrisken. Clearinghuset ska ha en stark finansiell ställning och ett väl reglerat system för att kunna hantera motpartsrisker.

<sup>9</sup> 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.

Väldigt få slutkunder är medlemmar på börsen på Nord Pool, och inga av dem är svenska. Nord Pools börsmedlemmar är alla clearingmedlemmar.

Börsmedlemmarna kan också handla för kunders räkning. Ofta görs det genom avtal om portföljförvaltning mellan leverantör och kund, där kunden lagt över ansvaret att handla på leverantören. Ett portföljförvaltningsavtal kombineras ofta med ett avtal om fysisk leverans där leverantören tar hand om balansansvaret.

Det finns i huvudsak två olika portföljförvaltningstjänster:

- Orderstyrd (Kunden tar alla beslut efter diskussion och rådgivning från förvaltaren)
- Diskretionär (Kunden har lagt ut beslutanderätten på förvaltaren som agerar utifrån en avtalad strategi)

En portföljförvaltningskund kan sedan oavsett upplägg ovan välja att vara så kallad direktkund hos förvaltaren (leverantören) och ha denna som motpart i alla transaktioner eller välja att vara clearingkund hos Nord Pool och därigenom ha Nord Pool som motpart i alla transaktioner. Tidigare presenterade Nord Pool vilka dessa clearingkunder var men inte längre efter önskemål från portföljförvaltarna. Det är troligt att de stora slutkunderna med god rating många gånger väljer att inte vara clearingmedlemmar på Nord Pool, och slipper då avgifter och kostnader för att ställa säkerhet för att delta i handeln på Nord Pool. En kund som själv vill sköta sin elhandel kan förutom att använda sig av portföljförvaltning antingen bli aktör på börsen eller handla bilateralt med en eller flera motparter.

Huvuddelen av alla förbrukare köper sin el vid sidan av den finansiella elmarknaden av leverantörer på slutkundsmarknaden. De ingår avtal med leverantören om fysisk leverans till avtalat pris. Dessa avtal hamnar då i en av elleverantörens portföljer, där riskerna som nu överlåtits på leverantören hanteras.

Priset på terminerna beror på förväntningar om priset i den underliggande fysiska spotmarknaden. Mer än 40 %<sup>10</sup> av elkonsumtionen i Norden handlas över Nord Pools fysiska spotmarknad. Huvuddelen av det resterande fysiska behovet handlas internt mellan produktionsenheterna och säljenheterna på de vertikala bolagen, och går sedan vidare från säljenheterna ut till kund och återförsäljare. Inom de vertikala bolagen använder man sig av styrmodeller som innebär att handeln som sker internt görs till marknadspriser.

### **3.1 Kort om Nord Pool**

Nord Pool är den äldsta elbörsen och grundades som en norsk elbörs 1993 (Statnett Marked AS) och blev en svensk-norsk elbörs 1996 genom att Svenska Kraftnät gick in som delägare, 1998 anslöt sig Finland, 1999 följde Jylland/Fyn (Danmark väst) och 2000 anslöt sig även östra Danmark till Nord Pool.

---

<sup>10</sup> [www.nordpool.se](http://www.nordpool.se): ”Traded volumes through Nord Pool Spot in 2004 amounted to 166 TWh in Elspot and 0.9 TWh in Elbas. This equals more than 40% of the total consumption of electricity in the Nordic countries”.

Nord Pool är i likhet med EEX och börser som NASDAQ en elektronisk börs i motsats till NYMEX och en del andra råvarubörser som är framförallt ”open outcry”-börser med handel på ett handelsgolv med en relativt liten elektronisk handel (ca 95 % av handeln på NYMEX sker på golvet). Nord Pool introducerade forward kontrakt med finansiell avräkning i stället för fysisk leverans 1996 i en anpassning till utvecklingen av produkter på OTC-marknaden. Efterfrågan ledde 1999 till introduktionen av optioner följt av CfD:er år 2000. Från och med år 2006 är alla kontrakt listade i Euro för att underlätta handeln över gränser.

Produkter som handlas är framförallt derivat, alltså terminer (futures och forwards), optioner och CfD:er. Utöver dessa handlas utsläppsrätter och – i väldigt liten skala - elcertifikat.

### **3.1.1 Aktörer**

Aktörerna på Nord Pools finansiella elmarknad är:

- Nord Pool ASA,
- Nord Pool Clearing ASA,
- Börsmedlemmar,
- Clearingklienter,
- Mäklare,
- market makers, och
- kunder.

Av medlemmarna på börserna är vissa aktiva i både den finansiella och den fysiska handeln och andra aktörer enbart aktiva på den finansiella marknaden.

Endast börsmedlemmar har rätt att handla på Nord Pool. Företag som är medlemmar av clearingorganisationen (s.k. clearingklienter) men som inte är börsmedlemmar, handlar genom s.k. clearingrepresentanter (som är börsmedlemmar). Clearingklienterna är således aktörer på den finansiella elmarknaden men har lagt över den operativa handeln på en börsmedlem. Clearingklienterna har rätt att cleara sina affärer genom börserna och har i regel konto hos Nord Pool. Även andra kunder än clearingkunderna kan välja att handla via börsmedlemmar, men då har man valt att sköta motpartsrisken på annat sätt.

Mäklare<sup>11</sup> är de företag som träffat ett s.k. Broker Agreement med Nord Pool. Mäklarna är inte börsmedlemmar på Nord Pool men har rätt att som mellanhänder begära registrering av begäran om clearing av en transaktion hos Nord Pool Clearing för clearingmedlemmar eller clearingklienter. Enligt mäklaravtalet förbinder sig mäklaren att följa Market Conduct Rules.

---

<sup>11</sup> Fem mäklare är organiserade i NEBA, se neba.no

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 instrument<sup>12</sup>. För att bli market maker måste man ingå ett särskilt market maker avtal med Nord Pool.

Nord Pool har i mars 2006 ca 130 börsmedlemmar och 210 clearingklienter. Lite mer i detalj om vilka börsmedlemmarna är går vi in på i kapitlet om likviditet.

För ytterligare information om Nord Pools organisation, produkter och avgifter se bilaga 4.

---

<sup>12</sup> 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 [...]”.

## 4 Marknadseffektivitet

*När man talar om marknadseffektivitet är det framför allt begreppen information och likviditet som är centrala. I detta kapitel behandlar vi kort dessa begrepp men också vikten av förtroende.*

### 4.1 Vad är marknadseffektivitet?

I den finansiella litteraturen är konceptet ”marknadseffektivitet” direkt förknippat med **information**. Sedan Fama (1970, 1992)<sup>13</sup> definierar man tre former av marknadseffektivitet beroende på vilken typ av information som anses vara fullständigt reflekterad i priserna på en marknad:

1. Svag effektivitet: All historisk information är inkorporerad i priserna
2. Semi-stark effektivitet: all offentlig information är inkorporerat i priserna
3. Stark effektivitet: all privat och offentlig information i priserna

Information är också viktigt i de finansiella marknaderna för att kunna sätta rätt pris på en finansiell tillgång. Informationen är dock i ännu större utsträckning relevant på de finansiella marknaderna av två olika anledningar:

- Omsättningen på de finansiella marknaderna är mycket större än på de fysiska marknaderna. Detta leder till att de potentiella vinsterna på information är oerhörd stora och som Nathan Rothschild visade på 1800-talet, är det viktigt att ha kurspåverkande information först. Genom att använda sig av brevduvor fick han reda på Napoleons nederlag vid Waterloo först och kunde sälja sina franska obligationer till ännu ovetande motparter. Denna typ av information är dock oproblematiskeftersom den var offentlig och vem som helst kunde ha tagit reda på den. Problematiskeär däremot insiderinformation.
- Omsättningen på de finansiella marknaderna går mycket snabbare än på fysiska marknader såsom bilmaknaden, man har inte tid i många dagar, veckor och år att reagera på ny information och att värdera ny information. Sekunder eller minuter kan utgöra skillnaden mellan storvinst eller storförlust.

I samband i finansiella marknader definieras *derivatens* effektivitet vanligtvis så att forward priset är en icke snedvriden (unbiased) prognos för det framtida spotpriset. Terminspriset och spotpriset följer också en gemensam underliggande process.

---

<sup>13</sup> 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.

Frågar man en trader vad marknadseffektivitet är så blir svaret vanligtvis **likviditet**. Likviditet uttrycks med ett antal kompletterande mått, det handlar om att ha tillräckliga finansiella volymer i omlopp, tillräcklig frekvens på avsluten, tillräckligt många aktörer som köper och säljer, och spreadar (gap mellan säljbud och köpbud) och round-trip-costs som inte är för stora så att man t.ex. snabbt och enkelt ska kunna ta sig ur en position utan att det är förknippat med för höga kostnader. Man ska kunna köpa och sälja när man vill och till de volymer man önskar (och utan att man själv därmed påverkar priset). Marknadseffektivitet för en finansiell aktör handlar också om ”transaktionseffektivitet”, dvs. låga transaktionskostnader, samt information i bemärkelsen bra informationsgivning, god genomlysning och att ingen ska kunna tjäna pengar på ett informationsövertag.

**Förtroende** är också en mycket viktig parameter för marknadseffektiviteten. Det krävs ett förtroende för att den underliggande spotmarknaden fungerar bra med en prisbildning som är rätt och förtroende för att informationshanteringen till den finansiella marknaden fungerar bra. Det krävs förtroende för att inte vissa aktörer sitter på informationsövertag över andra. Och förtroende från kunders sida att när de deltar i den finansiella handeln genom att lägga över en del av ansvaret på mellanhänder att deras intressen inte komprometteras. Man skulle kunna tänka sig en situation där allt sköts klanderfritt på en marknad och marknaden ur det perspektivet är effektiv, men om aktörer inte har förtroende för detta så skadar det i sig effektiviteten.

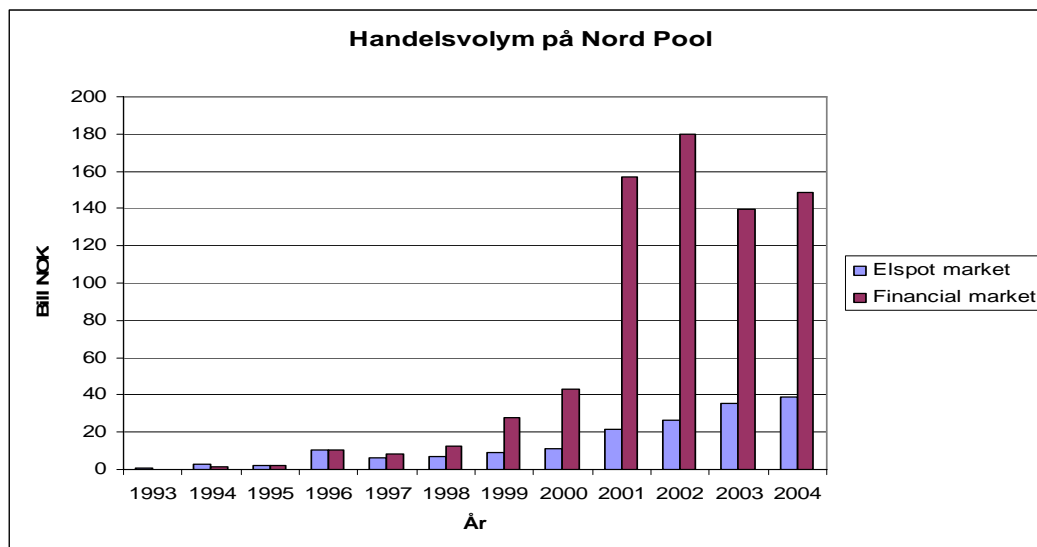
Vidare kan sägas att vetenskapliga studier (se bilaga 5) visar på att Nord Pools finansiella marknad inte är effektiv men att Nord Pool delar detta med andra råvaru- och elmarknader.

## 5 Likviditet på Nord Pool

*I detta kapitel kommer olika aspekter på likviditeten på Nord Pools finansiella marknad att analyseras, såsom den totala omsättningen, antal avslut, spreaden etc. Här använder vi primärt siffror levererade från Nord Pool samt egna beräkningar baserade på siffermaterialet från Nord Pool och kommentarer från marknadsaktörer som tog sig tid att svara på en tentativ enkät. Först ges en beskrivning av likviditeten, sedan följer en beskrivning av olika typer av aktörer och vi undersöker möjligheterna att öka likviditeten.*

### 5.1 Omsättning

Figur 1 visar utvecklingen av handelsvolymerna på Nord Pool sedan 1993 och klargör särskilt den finansiella handelns betydelse. År 1993 var Nord Pool bara en ren fysisk norsk börs men Nord Pool har sedan dess utvecklats och har idag en finansiell marknad med en väsentligt större omsättning än den fysiska marknaden. Effekten av Enrons ankomst på marknaden och dess frånfalle samt försvinnandet av andra amerikanska aktörer i samband med detta syns också tydligt.

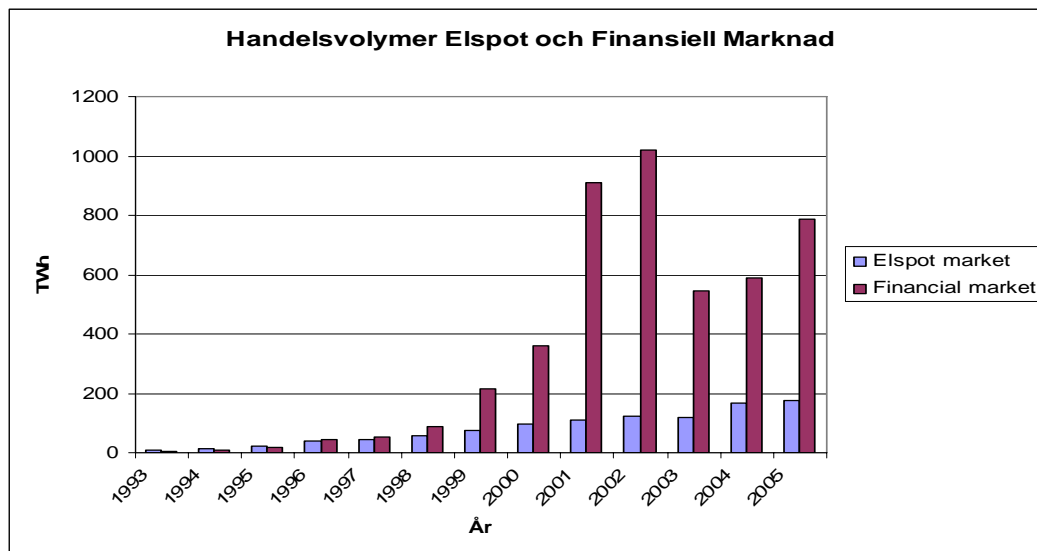


**Figur 1 Handelsvolym på Nord Pool 1993-2004 i miljarder NOK löpande priser (källa Nord Pool)**

Figur 2 visar samma utveckling för omsättningen men i TWh. Mängdutvecklingen är inte lika kraftig som utvecklingen i Figur 1 bl.a. eftersom utvecklingen i NOK delvis påverkas av stigande elpriser. I båda fallen överstiger den finansiella handeln den fysiska med råge, dock finns det inte någon vetenskapligt belagd siffra på hur relationen måste se ut för att marknaden ska anses vara likvid. Andra



viktiga faktorer för att bedöma en marknads likviditet är bl. a. frekvensen i antalet avslut samt antalet aktörer.



**Figur 2: Handelsvolym på Nord Pool 1993-2005 i TWh (källa Nord Pool)**

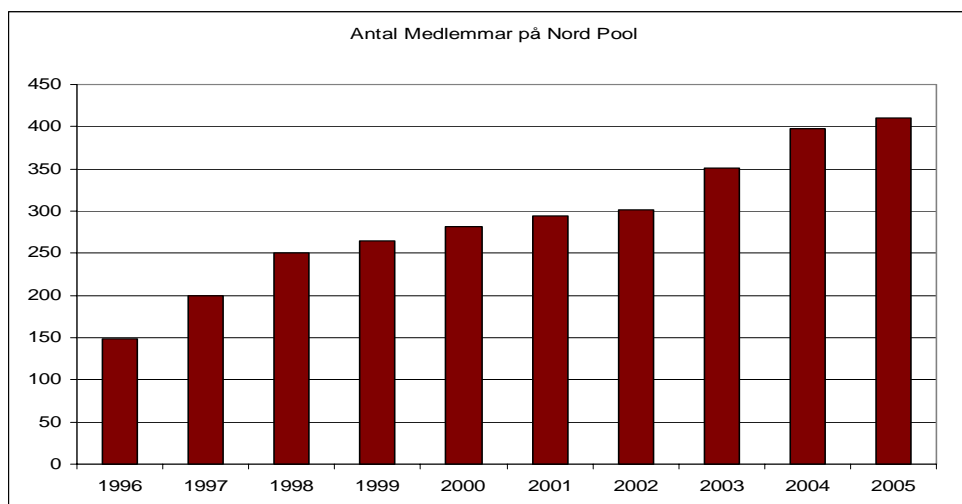
Volymerna i OTC-handeln som clearas på Nord Pool överstiger volymerna i börshandeln. Volymen på den finansiella handeln på Nord Pool ASA ökade till 786 TWh år 2005 från 590 TWh år 2004. Den totala volymen clearad av Nord Pool Clearing ASA nådde 2156 TWh år 2005, jämfört med 1797 TWh året innan.

## 5.2 Antal aktörer och avslut

En viktig aspekt på likviditeten är antalet marknadsdeltagare samt utvecklingen av detta över tid (Figur 3). Antalet aktörer totalt på Nord Pool (spot och finansiellt) har nästan tredubblats under perioden 1996 till 2005 från 148 till ca 410. Antalet börsmedlemmar i den finansiella marknaden uppgick 2005 till ca 130 enligt Nord Pool. Av totalt antal börsmedlemmar är i storleksordningen en tredjedel finansiella aktörer<sup>14</sup> i Norden. Det är också denna grupp som står för huvuddelen av ökningen i antalet börsmedlemmar de senaste åren.

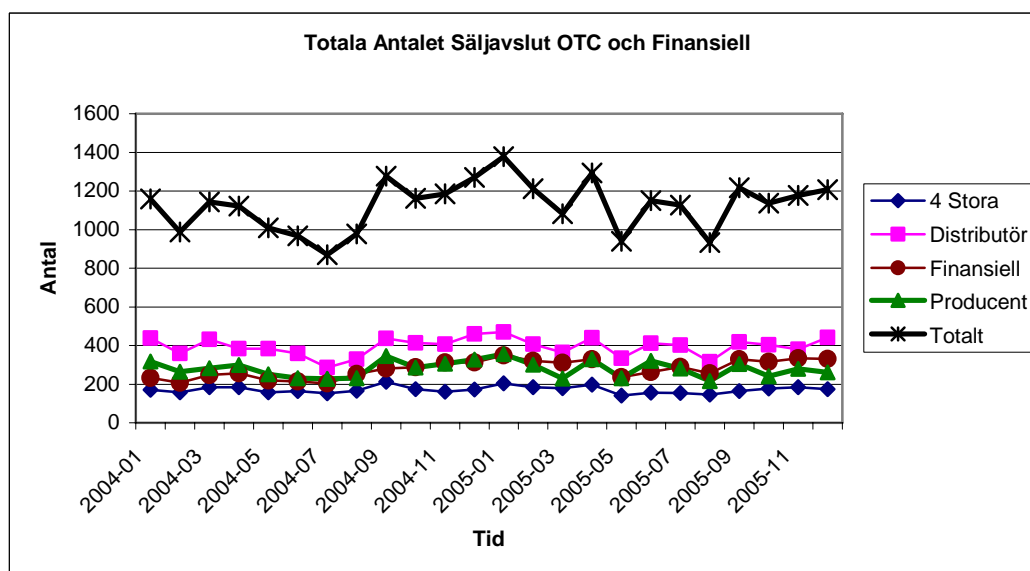
Flera av börsmedlemmarna bedriver förvaltning åt andra, i vissa fall handlar det om förvaltning av andras kraftpositioner (portföljförvaltning) och i andra fall förvaltning av andras kapital. Det totala antalet förvaltningskunder på den nordiska marknaden är okänt, men 210 av dem har valt att vara clearingkund på Nord Pool.

<sup>14</sup> Baserat på data från Nord Pool. Finansiella aktörer definieras här som aktörer som inte har produktion eller elhandel som egen verksamhet i Norden.



**Figur 3 Antal medlemmar på Nord Pool (spot och finansiellt) 1996-2005**

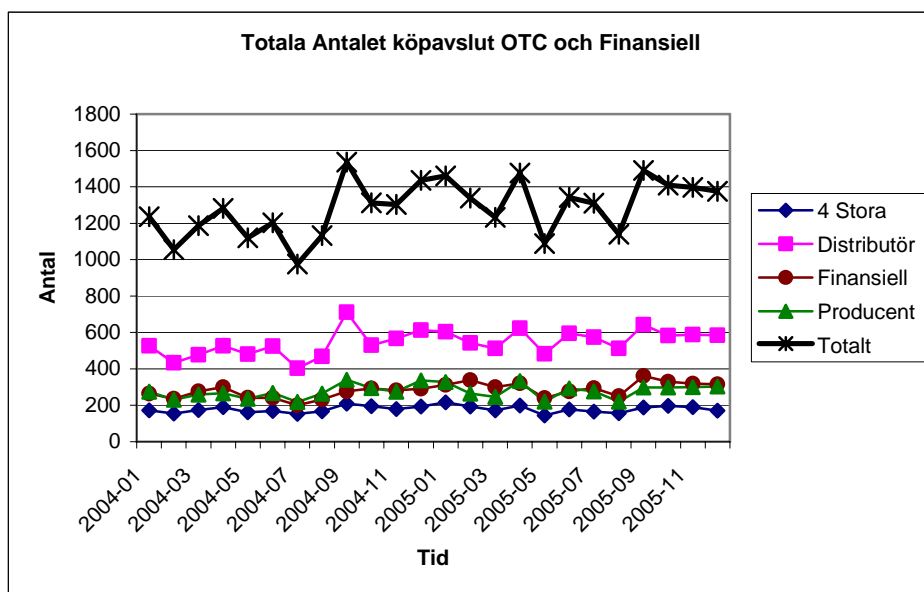
Figur 4 och Figur 5 visar utvecklingen av antalet avslut<sup>15</sup> i köp- respektive säljkontrakt som clearats på Nord Pool under åren 2004-2005. Vi har delat in Nord Pools börsmedlemmar i fyra grupper; de fyra stora producenterna (Vattenfall, E.on, Statkraft och Fortum), övriga producenter, distributörer och finansiella aktörer<sup>16</sup>. Som framgår av båda graferna så är distributörerna den mest aktiva aktörsgruppen följt under 2005 av de finansiella aktörerna. De finansiella aktörerna står för i storleksordningen 25 procent av säljavsluten och 22 procent av köpavsluten.



**Figur 4 Antal säljavslut på Nord Pool och OTC (clearat på Nord Pool) 2004-2005 (källa Nord Pool)**

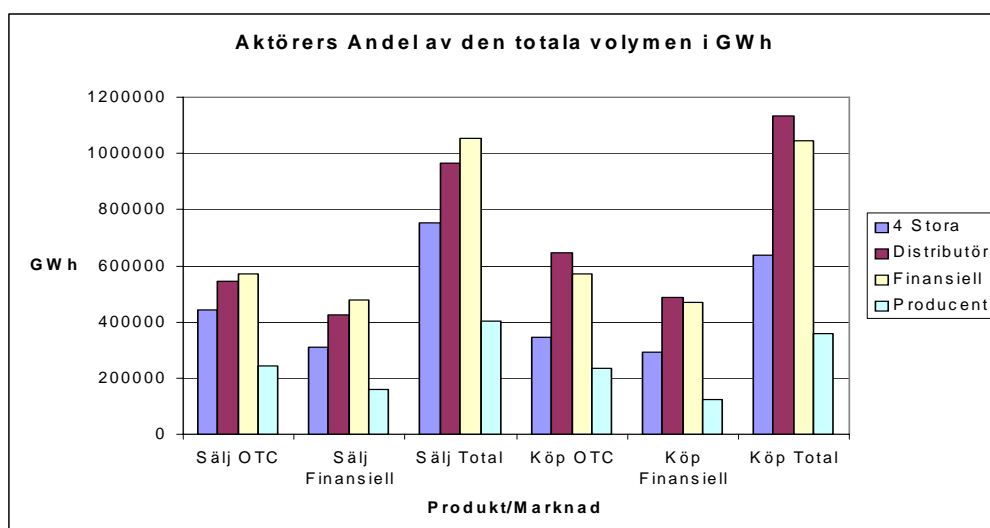
<sup>15</sup> Ett köp består av flera kontrakt, t. ex ett avslut på 1GW består av 1000 standardkontrakt á 1MW.

<sup>16</sup> Indelningen av producenter och distributörer är gjord efter huvudverksamhet, och de få slutkunder som är börsmedlemmar ingår i gruppen distributörer.



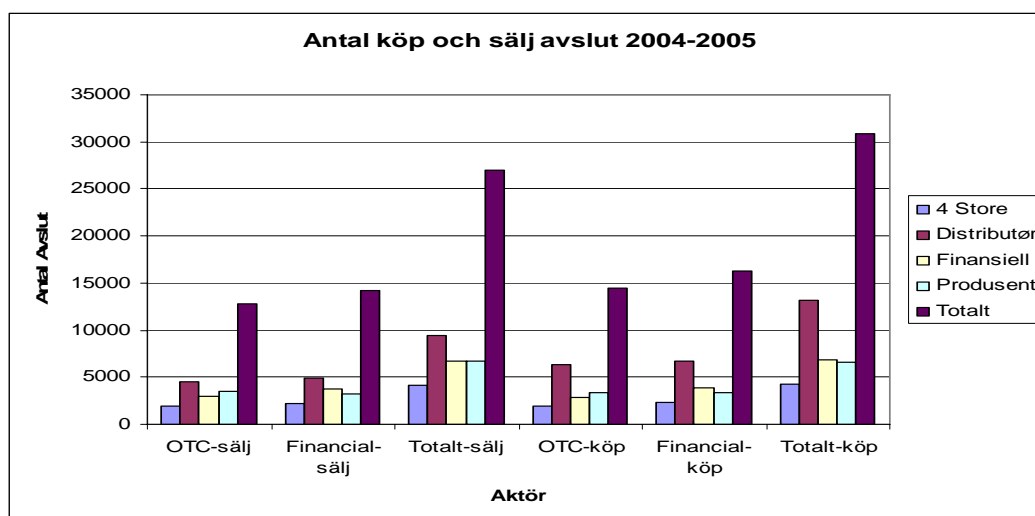
**Figur 5** Antal köpavslut på Nord Pool och OTC (clearat på Nord Pool) 2004-2005 (källa Nord Pool)

Figur 6 visar de olika aktörsgruppernas totala andel av köp- respektive säljvolymerna uttryckt i GWh, uppdelat också efter volymer som handlats på Nord Pool respektive den OTC-handel som är clearad av Nord Pool. Distributörerna är den största gruppen tätt följt av de finansiella aktörerna som tillsammans utgör ungefär två tredjedelar av den totala volymen. Alla aktörsgrupper både köper och säljer, distributörerna köper lite mer än de säljer medan de fyra stora säljer lite mer än de köper. De finansiella aktörerna står för i storleksordningen 33 procent av både sälj- och köpvolumerna.



**Figur 6** Handelsvolym fördelad på aktörsgrupp och uppdelad i börshandel respektive OTC 2004-2005 (källa Nord Pool)

visar en uppdelning av antalet avslut på aktörsgrupperna. Bilden som framträder är ungefär densamma, dock är producenterna här ungefär lika stora som de finansiella aktörerna och de fyra stora producenterna klart minst.



**Figur 7** Antal sälj- respektive köpavslut på Nord Pool och OTC 2004-2005 totalt och per aktörsgrupp (källa Nord Pool)

### 5.3 Skillnad mellan köp- och säljbud (spread)

Spreaden<sup>17</sup> påverkas av likviditeten och därmed är spreaden på marknaden ett alternativt mått för likviditeten på marknaden. Är likviditeten hög så brukar spreaden var låg och tvärtom. Därför är det också viktigt att titta på spreaden för att få en uppfattning om marknadens likviditet. Nord Pool tillhandahåller inga äkta spreadsiffror för affärer, däremot skillnaden mellan högsta och lägsta bud under dagen. Av vissa respondenter på våra enkäter påpekades att spreaden ibland kan vara för stor delvis som följd av bristande likviditet.

**Tabell 1** Genomsnittlig årlig skillnad mellan högsta sälj- och köpbud (EUR) efter produktgrupp på Nord Pool i utvalda produkter 2002-2006

	Forwards	Futures	CFD
2006 <sup>18</sup>	0,013175	Ej tillgänglig	0,624650
2005	0,012381	0,030585	0,337196
2004	0,016043	0,038898	0,750765
2003	0,023078	0,045741	0,809532
2002	0,010283	0,0398939	0,075845

Tabell 1 ger ingen klar och tydlig bild av denna aspekt av likviditeten. Spannet i futures verkar minska med tiden medan bilden för forwards och CfD:er varierar

<sup>17</sup> Spreaden beror på (Stoll 1989): bl.a. på 1) risken att möta en motpart i marknaden som vet mer än man själv vet. Denna risk minskar med stigande likviditet och därmed minskar vanligtvis även spreaden och 2) orderhanteringskostnader.

<sup>18</sup> Data för 2006 fram till 2006-02-08

utan en klar trend. CfD:er lider av brist på likviditet vilket reflekteras i spreaden. För en vidare analys av denna likviditetsaspekt skulle siffermaterialet behöva brytas ner till månads- och dagsbasis samt på en mera detaljerad produktnivå.

## 5.4 Hur ser likviditeten ut i olika produkter?

Den finansiella marknaden på Nord Pool skapades ursprungligen i syfte att ge producenterna möjligheten att prissäkra ("hedga") sin framtida produktion samt att ge köparna möjligheten att prissäkra sina framtida elbehov. Detta återspeglas i utbudet av instrument på Nord Pool vilka är tämligen enkla i konstruktionen och anpassade till just dessa ändamål. För att handla på Nord Pools finansiella marknader måste deltagaren ha ett börsmedlemskap på Nord Pool Financial Market samt också ingå ett avtal om clearingmedlemskap.

Elderivatmarknaden kan delas upp i flera separata marknader, volym handlad via börsen Nord Pool, volym handlad på OTC (over the counter)-marknaden samt bilaterala kontrakt. Ca 30-40 % av den totalt handlade volymen i de noterade produkterna sker över börsen. OTC-marknaden hanteras genom en handfull fristående mäklarfirmer. Börsen och OTC-marknaden är inte separata på så sätt att de inte påverkar varandra, men informationen om OTC-marknadens köp- och säljorder är inte lika transparenta som på börsen, vilket påverkar informationsflödet och den uppfattade likviditeten på marknaden. Däremot påverkar OTC-volymen utbudet och efterfrågan på den totala elderivatmarknaden. En aktör med tillgång till både börsinformation och OTC-information kan välja var han vill göra avslut, medan en aktör med endast börsinformation inte har det valet. OTC-marknaden är den del av marknaden som utöver standardprodukterna som clearas av Nord Pool också erbjuder andra produkter såsom så kallade exotiska optioner. Av flera aktörer efterlystes en större transparens i de handlade volymerna, framförallt OTC utan clearing.

Priserna på den finansiella marknaden styrs av förväntningar om det framtida spotpriset. Förväntade nederbördsprognoser, förväntad hydrologisk balans, förväntad tillgänglig kärnkraft, förväntade bränsle- och CO<sub>2</sub>-priser och förväntad överföringskapacitet styr det förväntade utbudet på elmarknaden. Förväntade temperaturer, förväntad utveckling av konjunkturen i Norden och förväntad överföringskapacitet styr den förväntade efterfrågan. Förväntad tillgång och efterfrågan styr det förväntade priset, terminspriset.

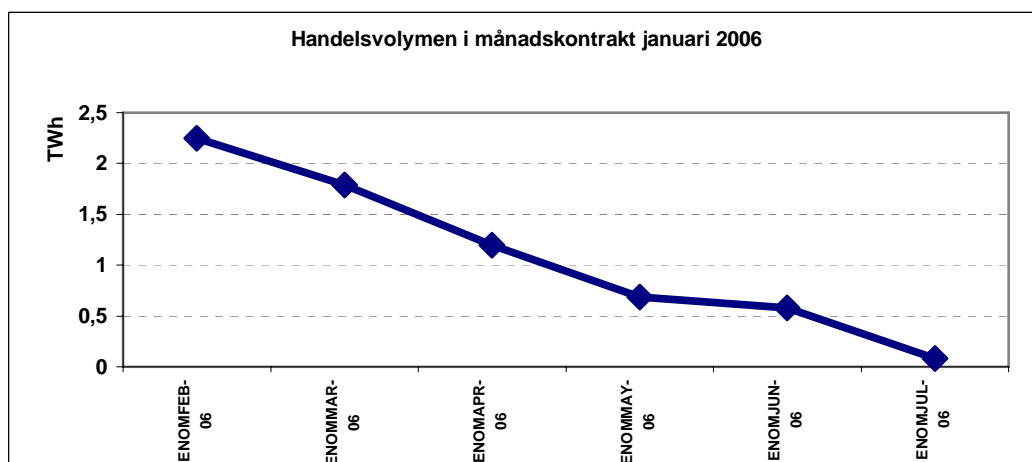
De flesta aktörer vi intervjuat (se bilaga 9 för en lista över intervjuarter) upplever att likviditeten på det stora hela är bra och att marknaden fungerar på ett effektivt sätt. Däremot nämns att likviditeten i långa kontrakt/kontrakt flera år framåt i tiden och i CfD:er är låg vilket påverkar spreaden<sup>19</sup> negativt. Det nämns även att det saknas riktigt långa kontrakt på mer än 4 år upp till 10-15 år på börsen och att likviditeten är säsongberoende. Just oberoende elhandlare upplever likviditeten som låg och önskar att större volymer handlas på spotmarknaden, vilken ju är

---

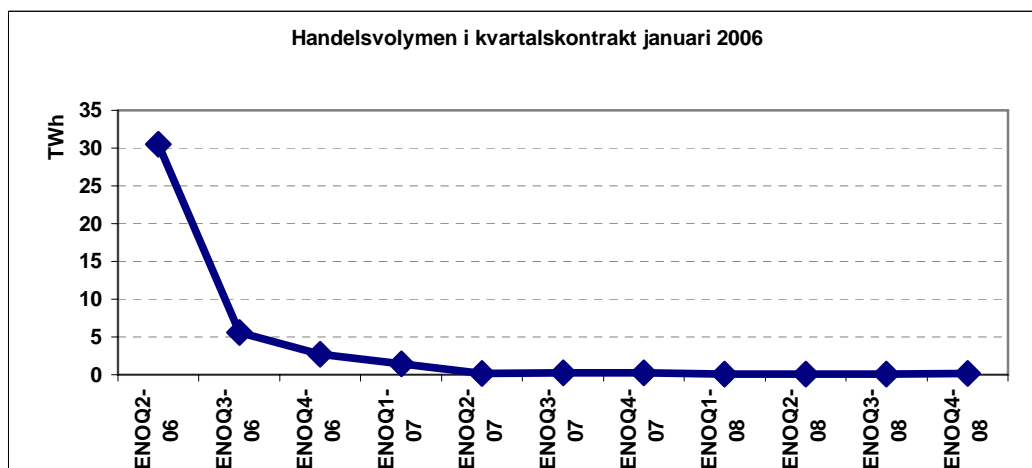
<sup>19</sup> Spread är skillnaden mellan köp- och säljpris för en tillgång som handlas på en börs.

prissättande för terminsmarknaden. Vissa anser att börshandelns andel i relation till den totala handeln över OTC kan vara för låg. Vissa tillfrågade anser också att de ekonomiska säkerhetskraven som Nord Pool ställer är för höga och utgör ett hinder för deras deltagande i börserna<sup>20</sup>.

Det som oftast beskrivs som ett problem av marknadsdeltagarna, särskilt elintensiva bolag, är den bristande likviditeten i långa terminskontrakt.

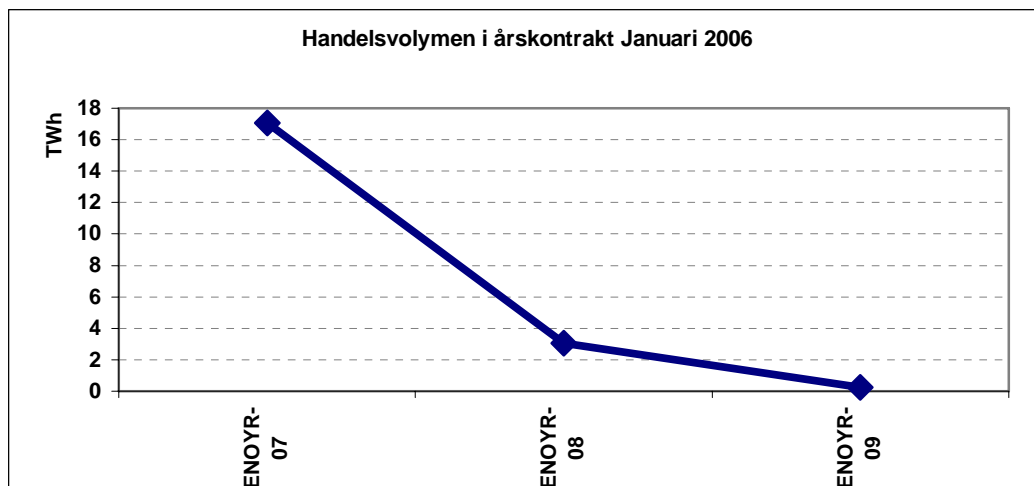


Figur 8 Volymen för månadskontrakt, källa: Nord Pool



Figur 9 Volymen för kvartalskontrakt, källa: Nord Pool

<sup>20</sup> Se avsnitt om Nord Pools avgifter i bilaga



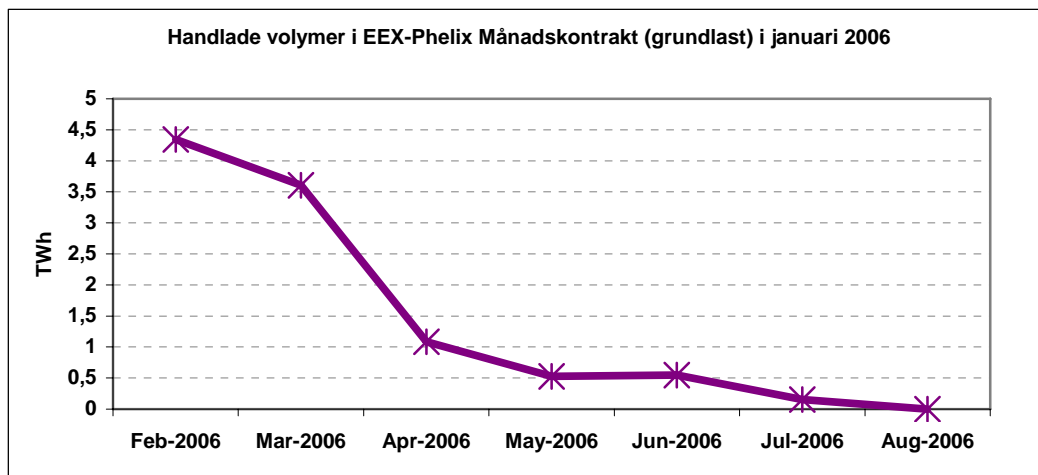
Figur 10 Volymen för årskontrakten 2007, 2008, 2009, källa: Nord Pool

## 5.5 Likviditeten på andra el- och råvarubörser

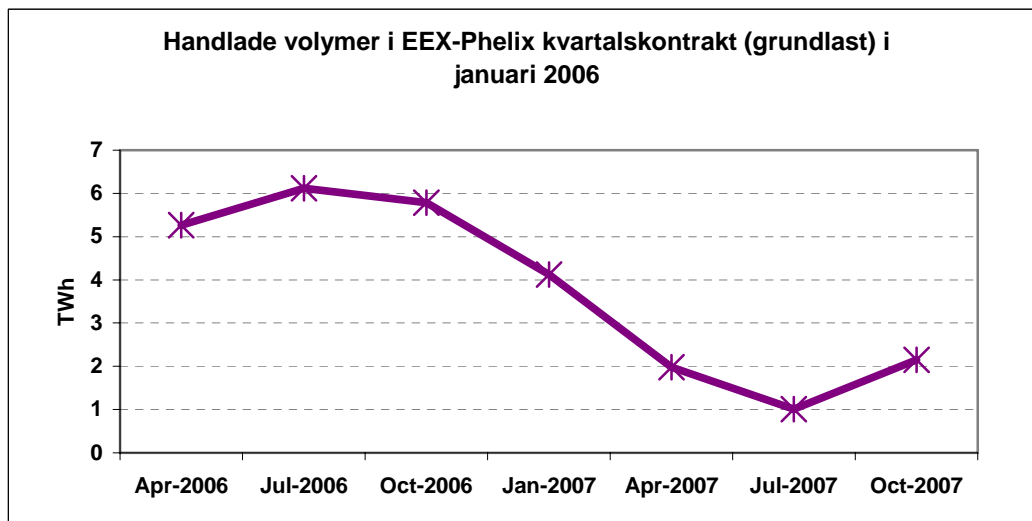
Marknader som tjänar som jämförelse är å ena sidan EEX i Tyskland som en delvis konkurrerande elbörs, men också andra råvarumarknader. I denna jämförelse kommer vi framförallt att fokusera på likviditetsstrukturen i terminskontrakten.

### Phelix

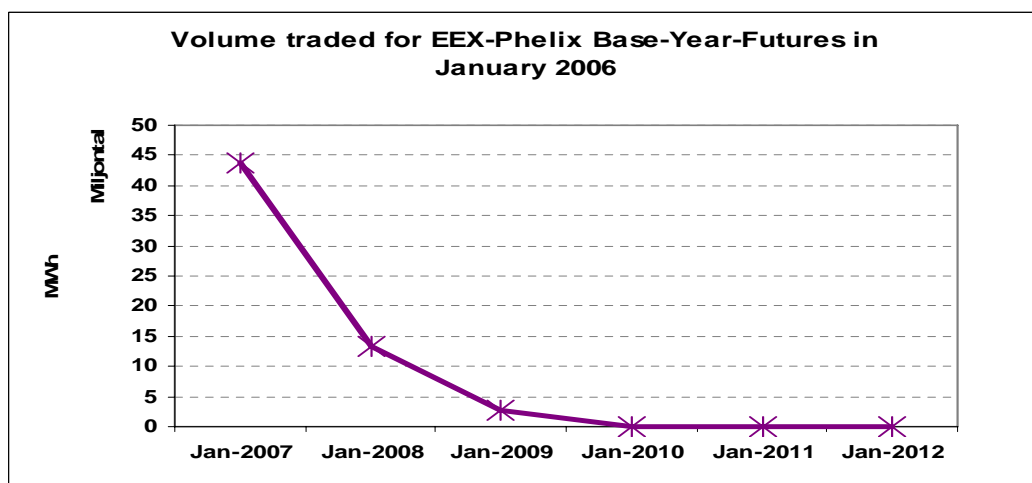
Den tyska elbörsen visar i stort sett samma likviditetsstruktur som Nord Pool, långa kontrakt har betydligt lägre likviditet än korta vilket syns klart och tydligt i Figur 12 och Figur 13.



Figur 11: Handlade volymer för månadsterminskontrakt på EEX, källa: EEX



Figur 12 Handlade volymer för kvartalsterminskontrakt på EEX, källa: EEX

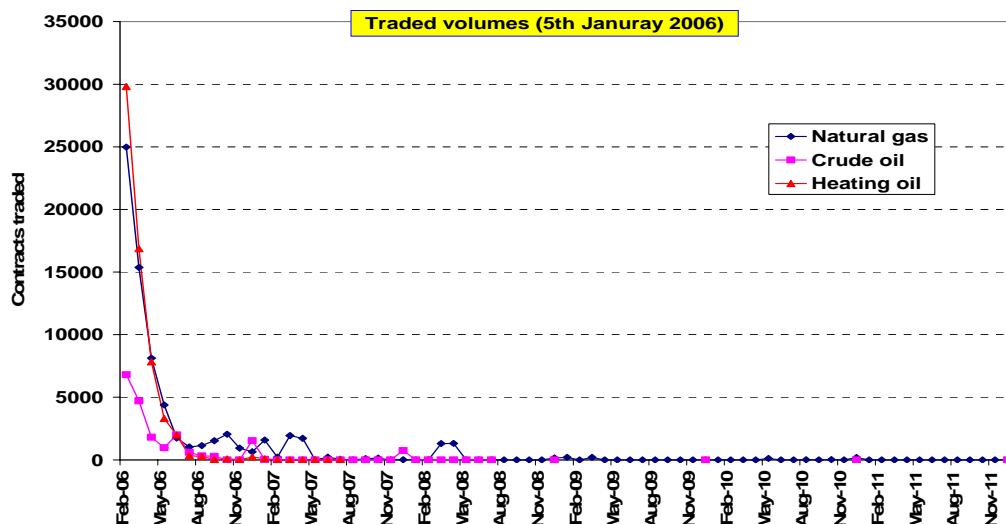


Figur 13 Handlade volymer för årsterminskontrakt på EEX, källa: EEX



## NYMEX<sup>21</sup>

Vi valde marknaderna för naturgas, råolja och eldningsolja på NYMEX som en jämförelsemarknad på en av världens största råvarubörser. Naturgas och olja är liksom el viktiga typer av energi som kan användas i olika syften och som kan tjäna som en indikator för tidsstrukturen på närbesläktade energimarknader. Till skillnad från Nord Pool så existerar här kontrakt med löptider längre än fyra år, men som framgår av Figur 14 så är likviditeten i dessa kontrakt näst intill obefintlig.



Figur 14 Handlade volymer för månadsterminskontrakt för råolja, uppvärmningsolja och naturgas på Nymex januari 2006 källa: Nymex

Enligt NYMEX hemsida finns det 41 Exchange clearing members, den jämförbara siffran på Nord Pool är ca 130, så mätt i det antalet medlemmar står sig Nord Pool väl, medan bilden förändras när man tittar på medlemmarnas storlek, bland NYMEX:s medlemmar finns i princip alla världens största finansiella aktörer, i motsats till Nord Pool där endast ett fåtal av de större aktörerna är representerade.

Sammanfattningsvis kan man säga att Nord Pool är en väl fungerande elbörs under olika likviditetsaspekter; antal aktörer och särskilt finansiella aktörer är stigande, liksom handelsvolymer totalt och per aktörsgrupp. Ur ett svenskt perspektiv är antalet rent finansiella aktörer låg men detta kan enligt vissa samtalspartners bero på att Sverige inte har någon större tradition att handla på råvarumarknader utöver den handel som företag och råvaruproducenter genomför i prissäkringssyfte. I jämförelse med andra marknader och här särskilt råvarumarknader så skiljer sig Nord Pool inte nämnvärt, likviditeten på långa kontrakt är varken lägre eller högre än på dessa andra marknader.

<sup>21</sup> NYMEX = New York Merkantile Exchange, [www.nymex.com](http://www.nymex.com)

## 5.6 Vilka är de befintliga aktörerna?

I det följande presenteras kort de olika aktörsgrupper som redan idag finns på Nord Pool. Vanligtvis skiljer man mellan två syften, prissäkring och spekulation. Elintensiva företag, producenter och elhandlare använder sig av derivat primärt i prissäkringssyfte medan finansiella aktörer, som per definition är helt frikopplade från produktion eller användning av el i Norden, handlar i spekulativa syften. Vissa aktörer tar egna risker medan andra agerar som mellanhänder och hanterar andras risker.

1. Vertikalt integrerade bolag, som Vattenfall, E.on, Fortum och Statkraft (de fyra stora producenterna) samt ett antal mindre producenter. Dessa bolag är som råvaruproducenter viktiga aktörer på Nord Pool men de besitter också en hel del information som måste hanteras. Det sker en hel del intern handel inom elbolagen, vilket bl.a. får som konsekvens att endast ca 40%<sup>22</sup> av det fysiska behovet handlas på spotmarknaden. Det brukar hävdas att detta är en tillräcklig andel för att åstadkomma ett trovärdigt referenspris på en råvarumarknad. På Nord Pool som på de flesta andra el- och råvarumarknader är det inte obligatoriskt att sälja all sin produktion via spotmarknaden<sup>23</sup>. Producenterna kan i stället "netta" internt, dvs. enbart buda den produktion till Nord Pool Spot som är över efter att man täcker sin egen försäljning till kunder. Det har varit mycket diskussion kring detta då det har sagts att detta påverkar prissättningen och minskar transparensen i marknaden. Vissa aktörer menar att det inte påverkar prissättningen, men att bruttohandel skulle kunna påverka transparensen. En viktig faktor för att bruttohandel ska vara möjlig är de minskade kostnaderna sedan Nord Pool införde ett takbelopp för transaktionskostnaderna vid "nettning" på spotmarknaden. Aktörerna använder enligt uppgift spotpriset som referenspris i de interna affärerna. Det borde innebära att behovet att prissäkra sig kvarstår även för säljenheterna i de vertikala bolagen (såvida inte avtalen internt sker till terminspriser, vilket vi inte fått uppfattningen är fallet). De signaler som undanhålls ligger snarare på den fysiska marknaden vid budgivningen in till spotmarknaden. Det sker även en matchning internt vad gäller den finansiella handeln vilket vi redogjort för tidigare, detta undanhåller likviditet från marknaden, men kan vara svårt att göra något åt.
2. Elintensiva bolag, såsom Boliden, Outokumpu, SCA, i branscher som pappers- och massaproduktion, stålproduktion och andra. Inga svenska elintensiva bolag är medlemmar av börsen. De elintensiva bolagen har ofta bilaterala avtal (fysiska och finansiella) och är ibland "sin egen" mäklare och portföljförvaltare, eller så har de avtal om portföljförvaltning (och kan då handla på Nord Pool eller OTC via leverantören) och köper motsvarande fysisk kraft till spotpris med visst påslag, eller kombinationer av dessa. Dessa bolag handlar på den finansiella marknaden primärt för att prissäkra sin egen förbrukning av el. Deras behov av olika terminskontrakt

---

<sup>22</sup> Handlade volymer genom Nord Pool 2004, <http://www.nordpool.com/nordpool/spot/index.html>

<sup>23</sup> Fortum säljer och köper emellertid all sin fysiska el på spotmarknaden.

är alltså ofta direkt kopplad till deras elförbrukning. Bolagen handlar gärna bilateralt eller väljer att vid portföljförvaltning att ha leverantören som motpart, bland annat eftersom de pga. sin goda rating slipper vissa avgifter på det sättet. Dock har dessa företag också ett intresse av att teckna långsiktiga kontrakt som inte finns tillgängliga på Nord Pool. Vissa av bolagen har enligt våra enkäter ett intresse av långsiktiga bilaterala avtal med elproducenterna för att få en säker elförsörjning. Vissa företag föredrar också att ha ett nära samarbete med leverantörerna när det gäller en helhetssyn på el som t.ex. samarbeten för energieffektivisering, som inte kan uppnås via den finansiella marknaden. Nord Pool för just nu en aktiv dialog med elintensiva bolag om medlemskap på spotmarknaden vilket i längden också borde kunna påverka den finansiella marknaden positivt. Ett annat problem som omnämns ofta är IAS 39, alltså regelverket hur finansiella instrument och här särskilt derivat ska redovisas. IAS 39 missgynnar finansiella kontrakt gentemot fysiska kontrakt genom att kräva bl. a. en redovisning till marknadsvärde av finansiella instrument. Ändringar i IAS 39 skulle möjligtvis gynna handeln på Nord Pool och överföra volymer från rent bilaterala avtal till börsen. Dessa ändringar är dock inte lätta att genomföra eftersom IAS regler är resultatet av långvariga internationella beslutsprocesser.

3. Finansiella aktörer såsom stora internationella banker, t.ex. Barclays Bank, Merrill Lynch Commodities, Morgan Stanley Capital group, Goldman Sachs/J.Aron är en grupp av aktörer som redan är aktiva på marknaden och som utgör en stor och viktig aktörsgrupp. Det är vår uppfattning att de flesta av dessa aktörer har en profil med en kombination av egenhandel och förvaltning.
4. Bland de rena finansiella aktörerna hittar vi också hedgefonder som Alfakraft, Shepherd kapitalförvaltning, Markedskrafts Elixir hedgefond och Interkraft som erbjuder kapitalförvaltning och fondförvaltning. Som visades i kapitel 5.2 så är de finansiella aktörerna en växande grupp på Nord Pool mätt både i antal och i andel av handelsvolymen.
5. Nordea Bank Finland och Norge, samt Sampo Bank är exempel på nordiska banker som är inne på marknaden. Denna grupp kommer antagligen att öka sina aktiviteter i den mån kunderna efterfrågar dessa tjänster och med marknadens mognad samt resulterande inlärningsprocess. Det är naturligt att de stora internationella bankerna med egna råvaruavdelningar samt de specialiserade hedgefonderna banar väg på marknaden först.
6. Andra rena finansiella aktörer på den nordiska marknaden är utländska aktörer med stark energianknytning men utan fysiska tillgångar (produktion eller kunder) i Norden.
7. Elhandlare såsom Telge Energi, Markedskraft, Östkraft, Öresundskraft, Bergen Energi och andra. Dessa köper vanligtvis el på egen räkning till återförsäljning och erbjuder vanligtvis också portföljförvaltning för kunden. Från deras sida påpekades framförallt behovet av sänkta kostnader

för att handla t ex säkerhetskraven och omsättningskostnaderna, och att få ner spreaden.

8. Mäklare, utgör OTC<sup>24</sup>-marknaden men är inte medlemmar på Nord Pool. På den nordiska marknaden är det framförallt fem aktiva mäklare som är sammanslutna i NEBA<sup>25</sup>. Andra mäklarhus sitter i Storbritannien eller på kontinenten och fokuserar i sin verksamhet primärt på kontinenten. Mäklare har en viktig uppgift i att komplettera marknaden genom att erbjuda produkter som inte finns på Nord Pool eller som har låg likviditet på marknaden; ett exempel på sådana produkter är långsiktiga kontrakt på 5-10 år. En stor del av handeln i de standardiserade produkterna sker också på OTC. OTC-marknaden kan också hjälpa till att placera stora volymer som skulle ha prispåverkande effekt i ett borssegment med låg likviditet. Vissa av dem som svarade på våra enkäter tycker att det behövs en större transparens på OTC-marknaden, andra såg detta som onödigt.

## 5.7 Potentiellt nya aktörer

Ett sätt att öka likviditeten är att få in nya aktörer. Här redovisas därför några potentiella grupper av nya aktörer.

### 5.7.1 Elintensiva bolag

Gruppen elintensiva bolag är redan i viss utsträckning representerad som clearingklienter på Nord Pool och/eller som portföljförvaltningskunder utan clearing på Nord Pool. Detta dock i okänd utsträckning eftersom namnen på clearingklienter (och portföljförvaltningskunder) inte är offentliga. Vissa elintensiva bolag handlar finansiella avtal bilateralt, andra föredrar bilaterala fysiska fastprisavtal (många gånger används kombinationer av detta). Om bilaterala fysiska avtal kan slutas med ett fast pris och över en period motsvarande en investerings livstid kan ett bilateralt fysiskt fastprisavtal underlätta kalkylen för investeringen. Risken för prisförändringar på el försvinner, men också chansen till ”extra vinster”. Att fördela inköpen på kontrakt av olika typer och längder är ett sätt att i möjligaste mån försöka göra prissäkringen vid så kommersiellt intressanta tillfällen som möjligt. Genom avtal med leverantör (fysiska fastpris, portföljförvaltning m.fl.) slipper företaget både kostnader för en egen elhandelsenhet och för eget balansansvar. Har företaget tecknat ett bilateralt fysiskt avtal med en av de stora producenterna så upplevs leveranssäkerheten som maximal.

---

<sup>24</sup> OTC marknaden definieras vanligtvis som en decentraliserad marknad där geografisk utspridda mäklare är sammanlänkade via telefon och/eller dator och som handlar tillgångar som inte är börsnoterade. (Men även noterade produkter kan handlas.) Handeln kallas för ”bilateral” eftersom affären sker mellan två aktörer och inte kan observeras av andra aktörer. NASDAQ är egentligen en OTC-marknad.

<sup>25</sup> [www.neba.no](http://www.neba.no)

### 5.7.2 Finansiella aktörer

I denna grupp finns så vitt skilda grupper som fonder, hedgefonder och banker. Finansiell teori indikerar att elmarknaden likväl som i princip alla finansiella marknader borde vara intressant för finansiella aktörer för att kunna uppnå diversifieringsfördelar, alltså att kunna uppnå en bättre kombination av avkastning och risk. Efter samtal med olika finansiella aktörer som inte deltar i den finansiella elhandeln har orsakerna till detta delvis framgått. Bland anledningarna som framkommit finns bristande förtroende för och bristande kunskap om elmarknaden.

Finansiella aktörer som inte handlar i elderivat klagade över stora informationsasymmetrier gentemot de integrerade produktionsbolagen. I dessa bolag finns mycket information som kan påverka marknaden men marknaden vet inte hur denna information hanteras. Viktig information är t ex snö- och vattennivåer, körningsmönster för vattenkraft samt hantering av avbrott. Jämfört med den finansiella marknaden upplevs tidsfristen på upp till en timme som kraftbolagen har att lägga in ny information som UMM som alltför lång. På finansiella marknader kan en minut redan avgöra skillnaden mellan vinst och förlust, på elmarknaden får företagen upp till en timme på sig. Dock, och här kommer kunskapsbristen hos många aktörer in igen, under den timmen får dessa företag inte handla på informationen.

En uppfattning som finns bland potentiella aktörer är förtroendefrågor kopplade till tillsynen. En vanligt förekommande uppfattning är att Ökokrim ställde in en undersökning av ett misstänkt fall av marknadsmanipulation med hänvisning till bristande resurser. Ökokrim har för oss påpekat att det inte handlade om bristande resurser, men den uppfattning som finns hos aktörerna är trots det problematisk.

Några av de finansiella aktörer vi talat med som ännu inte är aktiva på den finansiella elmarknaden har lyft fram att OMX<sup>26</sup> skulle kunna tjäna som ett bra exempel för Nord Pool vad gäller information, utbildning och marknadsföring. OMX har utvecklat optionsmarknaden i Sverige på egen hand genom aktiv marknadsföring men framförallt utbildning och på detta sätt skapat och utvecklat optionsmarknaden till dagens likvida marknad. Nord Pool erbjuder i dagens läge en del utbildningar till inte alltför höga priser. Man borde dock ta OMX:s exempel till sig och bidra till marknadens utveckling genom utökade utbildningsinsatser utöver de som erbjuds redan idag. För detta krävs naturligtvis att Nord Pool bestämmer sig för hur och vartåt marknaden ska utvecklas.

Ett hinder som nämndes från fonders sida är att el inte ingår i något index vilket gör det svårt att utvärdera fondens prestation i jämförelse med andra fonder i samma bransch (inte nödvändigtvis om man tar ett världsindex som jämförelse istället för en branschindex). Ett sätt att underlätta för finansiella aktörer och här särskilt fonder och hedgefonder vore att se till att elen som en råvara ingår i ett

---

<sup>26</sup> OMX är den finansiella delen av Stockholmsbörsen.

råvaruindex som t ex utvecklats av Dow Jones och därmed ge fonderna en måttstock att jämföra sig med. Denna måttstock bidrar sedermera till analytikernas bedömning av fonder och rekommendation av olika fonder.

Flera finansiella aktörer (kapitalförvaltare, fonder) nämner som anledning till varför man inte agerar på elmarknaden att det saknas ett genuint intresse från kunderna. Kunderna å andra sidan ser inga praktiska möjligheter att investera i elmarknaden och efterfrågan lyser därmed med sin frånvaro och man får ett moment 22. Nord Pool skulle kunna försöka bryta dödläget genom mer aktiv marknadsföring av elmarknaden. Enligt flera aktörer borde Nord Pool försöka få en ökad mediebevakning. Utbildningar av journalister skulle kunna öka allmänhetens intresse för elmarknaden och skapa viljan och ett intresse för att investera i el relaterade tillgångar. Enligt en av fonderna som svarade på vår enkät, så kommer fondbolagen att investera i elmarknaden med anpassade produkter när det finns en efterfrågan från konsumenternas sida.

### **5.7.3 Rika individer**

Förmögna individer brukar vara representerade på råvarumarknader jorden runt, antingen genom kapitalförvaltare eller genom mäklare, eftersom dessa på ena sidan kan uppfylla de olika säkerhetskraven som börserna respektive mäklarna ställer och å andra sidan är självklart intresserade av att investera sitt kapital. Om dessa individer vet vi lite när det gäller deras intresse av den finansiella elmarknaden.

### **5.7.4 Småsparare**

Småsparare kommer antagligen aldrig att vara en större grupp på elbörsen i motsats till aktiemarknaden. Småsparare existerar inte i nämnvärd utsträckning på råvarumarknaderna heller. Däremot kan småsparare i dagens läge investera i olika råvaruorienterade fonder och sådana fonder finns redan i viss utsträckning och är också under utveckling hos svenska aktörer. Fonderna paketerar om risken och produkterna till mindre fondandelar som småsparare kan förvärva för att krydda sina investeringsportföljer. Genom att väcka allmänhetens och särskilt småspararnas intresse för elmarknaden skulle den därmed förknippade potentiella efterfrågan kunna göra fonder som helt eller delvis agerar på den finansiella elmarknaden intressant. Här gäller det alltså för Nord Pool att fånga allmänhetens intresse och utöka intresset genom olika kontinuerliga marknadsföringsinsatser. En bättre genomlysning av den finansiella elmarknaden torde öka intresset rent allmänt.

## **5.8 Slutsatser**

Baserat på ovanstående kan sägas att den finansiella marknaden för el vetenskaplig sett antagligen inte är effektiv, något som den delar med många andra råvarumarknader. Likviditeten i marknaden är relativt god och har hämtat sig från nedgången efter Enrons frånfälle och är nu stigande igen, det totala antalet aktörer är växande. Antalet finansiella aktörer (enligt vår definition) är också

växande och utgör nu ca en tredjedel av både omsatt volym och antal börsmedlemmar.

Vidare kan vi konstatera från samtalen med olika aktörsgrupper samt enkätsvaren att aktörer på marknaden anser att marknaden fungerar relativt väl, medan aktörer utanför marknaden ser vissa problem. Aktörer på marknaden saknar dock riktig långa kontrakt över fyra år, vilket är en tämligen normal företeelse på finansiella marknader.

Nord Pool verkar historiskt ha haft en pragmatisk inställning till frågan om vilka kontrakt som ska erbjudas. Hittills har man anpassat sig efter efterfrågan och samtidigt noggrant observerat vad som händer på OTC-marknaden för att därefter införliva produkter som kan skapa omsättning på börsen. Samtidigt har man successivt anpassat produktutbudet till det som är vanligt internationellt och på detta sätt underlättat för utländska aktörer som redan är aktiva på andra marknader att komma in på den nordiska marknaden. Dessa möts av redan kända produkter med kända egenskaper, vilket reducerar trösklar.

Det finns en brist på kunskap hos aktörerna utanför elmarknaden vilket också påverkar förtroendet för marknaden, varför det finns ett behov av utbildnings- och kunskapsspridningsinsatser från Nord Pool och marknadens aktörer. De modeller som är användbara på vanliga finansiella marknader t ex för beräkningen av värdet på optioner är heller inte automatiskt användbara på den finansiella elmarknaden.

Genom att sprida mer information och genom kontakter med media kan Nord Pool och aktörerna också bidra till att utveckla allmänhetens intresse för el inte bara som ett energibehov utan också som en möjlig placering.

När det gäller spridning av information och marknadsföring så borde också de hedgefonder som redan finns på marknaden kunna bidra med en mer aktiv marknadsföring av elderivat som en finansiell tillgång gentemot allmänheten och gentemot andra fondbolag.

## 6 Informationshantering

*Vi har tidigare konstaterat vikten av information på en finansiell marknad för både marknadseffektiviteten och förtroendet för marknaden. I kapitlet ges därför en kortare genomgång och syntes av informationshanteringen.*

### 6.1 Aktörernas syn på informationshanteringen

Finansinspektionen framhåller att god tillgång till relevant information för alla marknadsdeltagare samt en genomtänkt och väl fungerande hantering av de intressekonflikter som kan uppstå i handeln är viktigt för att finansiella marknader skall fungera väl. Annars uppstår en obalans som påverkar såväl marknadseffektiviteten som förtroendet för marknaden som sådan. Pga. den finansiella elmarknadens struktur där produktionsbolagen är betydelsefulla aktörer även på den finansiella marknaden och produktionsanläggningar dessutom samägs, är även identifiering och hantering av intressekonflikter en mycket viktig del av elbolagens informationshantering. Det är viktigt att intressekonflikter identifieras så att inte förtroendeproblem uppstår. FI menade också 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.

På råvarumarknader är det vanligt att en mängd olika faktorer är med och påverkar priset. Det är också vanligt på råvarumarknader att mycket av informationen inte är gratis utan att man betalar för olika informationstjänster. Problemet är enligt många inte avsaknaden av information på den nordiska elderivatmarknaden, konsten är snarare att skapa en struktur för det man vet påverkar priset och att förstå värdet av olika information så att man inte drunknar i mängden. Värdet är en faktor för prisbildningen på el i Norden som överskuggar många andra. På senare år har prisnivåerna också till stor del påverkats av prisutvecklingen på de internationella bränslemarknaderna och utsläppsrätterna. Överföringsförbindelserna till kontinenten får också allt större betydelse för prisbildningen.

På basis av intervjuer och enkätsvar kan vi konstatera att aktörerna generellt har stort förtroende för prisbildningen på terminsmarknaden. Det gäller särskilt i de mer kortsiktiga produkterna (ett till två år). När det gäller information och informationsspridning är man överlag nöjd. Det sätt på vilket prispåverkande information sprids är man också i princip nöjd med.

Nivån på transparensen samt de informationskrav som gäller på Nord Pool står sig bra vid en jämförelse med andra marknadsplatser för råvaruderivat. Det



konstaterar Econ i en underlagsrapport efter en jämförelse av regelverk och effektivitet.

Befintliga aktörer på den finansiella elmarknaden är alltså generellt sett nöjda och tycker att den finansiella elderivatmarknaden är effektiv och att informationshanteringen fungerar väl. Det stora antalet finansiella aktörer på marknaden är i sig ett tecken på att den finansiella elderivatmarknaden uppfattas fungera väl.

Finansiella aktörer som har erfarenhet från andra finansiella marknader än råvaru- och elderivatmarknader är vana att tänka i termer av hantering av insiderinformation och intressekonflikter, och vill inte ge sig in på en marknad där de kommer att befinna sig i ett informationsunderläge som implicit innebär att man blir en förlorare på marknaden.

De finansiella aktörer vi talat med som står utanför elmarknaden lyfter fram att det finns en grundläggande problematik med en råvaruderivatmarknad som elderivatmarknaden, och det är att producenterna som sitter på mycket insiderinformation om elspotmarknaden också handlar finansiellt. Det finns farhågor om att informationshanteringen inte sköts och att man skulle hamna i ett informationsunderläge gentemot producenterna. Att de s.k. kinesiska murarna (*Chinese walls*) som används inte är tillräckligt bra till exempel.

Det har i diskussioner även framkommit att orsaker som angetts till varför de inte är aktiva på den finansiella elmarknaden är att deras kunder inte uttryckt intresse för elderivat som placering, att Sverige saknar en tradition av spekulation på råvarumarknader och att el inte ingår i något index vilket gör det svårt att utvärdera en fonds prestation.

Det har också angetts att finansiella branschen inte är långsiktig, det måste finnas en tro att en satsning ska bära sina kostnader år ett och gå med vinst år två. Konkurrenten om resurserna är hård och verksamheten är kapitalkrävande – en möjlig placering i elderivat konkurrerar med andra placeringar. Å andra sidan är el något allmängiltigt som det finns ett grundläggande intresse för, vilket borde kunna omsättas till ett intresse för el som möjlig placering.

## **6.2 Slutsats**

Vi bedömer att transparensen och informationshanteringen på den nordiska elderivatmarknaden och Nord Pool är god i jämförelse med många andra råvarumarknader. Detta avseende både volym- och prisinformationen på börsen samt informationen från aktörerna om ändringar i tillgänglighet.

Finansiella aktörer som har erfarenhet från andra finansiella marknader än råvaru- och elderivatmarknader är vana att tänka i termer av hantering av insiderinformation och intressekonflikter, och vill inte ge sig in på en marknad där

de kommer att befinna sig i ett informationsunderläge som implicit innebär att man blir en förlorare på marknaden.

## 7 Regelverk och tillsyn

*I detta kapitel tittar vi vidare på Nord Pools regelverk och marknadsövervakning. Parallellt med genomgången av Nord Pools regelverk återger vi kortfattat vad vi funnit genom intervjuer med de fyra stora producenterna i Norden (Statkraft, Vattenfall, Fortum och E.on). Det är dessa aktörer som förmodas förfoga över en stor del av insiderinformationen samtidigt som de är aktiva på den finansiella elmarknaden, och det är därför intressant att se hur regelverket appliceras här. Även myndigheters del i den marknadspåverkande informationen berörs. Den tillsyn som bedrivs på områdena insiderinformation och intressekonflikter gentemot kund, och kort om vilken lagstiftning och normer som ligger till grund för detta, undersöks också. Därefter beskrivs vilka konsekvenser det nya EG-direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID) kan komma att få.*

Regelverket och tillsynen på den finansiella marknaden är komplicerad bl.a. till följd av att Nord Pool ASA är ett norskt företag och att börsens regelverk därför faller under norsk lagstiftning medan aktörer i Sverige också lyder under svensk lagstiftning.

### 7.1 Nord Pools regelverk

Nord Pools finansiella marknad regleras av den norska börslagen (NBL)<sup>27</sup> (bl.a. krav på marknadsövervakning och koncession), den norska värdepappershandelslagen (VPHL)<sup>28</sup> (som numera också har införlivat bestämmelser från marknadsmissbruksdirektivet), koncession som varuderivatbörs och clearinghus, och regelverket för Nord Pool ASA och Nord Pool Clearing.

Nord Pools regelverk för den finansiella elmarknaden utgörs av Clearing Rules ("Clearingreglerna") och Trading Rules ("Handelsreglerna")<sup>29</sup>. Nord Pools Market Conduct Rules ligger som bilaga till Handelsreglerna och Clearingreglerna. Market Conduct Rules behandlar bl.a. rapporteringsplikten, informationsplikten, definitionen av insiderinformation, förbudet mot insiderhandel, otillbörligt röjande av insiderinformation och marknadsmanipulation. Nord Pool skriver avtal med alla börsmedlemmar där regelverket ingår. Härutöver finns även Nord Pools Ethical Guidelines ("Etiska riktlinjer") som tagits fram av Nord Pools Market Council ("Marknadsråd").

I det följande tittar vi närmare på Nord Pools regler för insiderinformation, intressekonflikter och marknadsmanipulation.

---

<sup>27</sup> Lov 2000-11-17-80: Lov om borsvirksomhet mm.

<sup>28</sup> 1997-06-19: Lov om verdipapirhandel.

<sup>29</sup> Reglerna finns att tillgå på [www.nordpool.no/financial/index.html](http://www.nordpool.no/financial/index.html)

### 7.1.1 Insiderinformation

I Market Conduct Rules återfinns Nord Pools regler om hantering av insiderinformation (fritt översatt):

#### a) INFORMATIONSPLIKT OCH DEFINITION AV INSIDERINFORMATION

- En marknadsdeltagare på den finansiella elmarknaden ska omedelbart meddela till Nord Pool all insiderinformation som den besitter.
- Med insiderinformation avses information relaterad till de relevanta marknaderna av precis natur och inte allmänt känd, och som kan förväntas ha en signifikant påverkan på priserna i en eller flera av de listade produkterna.
- Insiderinformation ska också inkludera, avseende marknadsdeltagare på den nordiska finansiella elmarknaden, information om följande frågor relevanta för anläggningar för produktion, konsumtion eller överföring av el inom eller i direkt anslutning till det nordiska elområdet, som marknadsdeltagaren äger eller kontrollerar helt eller delvis:
  - Alla planer eller förändringar av planer för underhåll eller begränsningar om mer än 200 MW inom den närmaste sexveckorsperioden, så snart planen har beslutats i rätt instans.
  - Alla planer eller förändringar av planer för underhåll eller begränsningar om mer än 400 MW för anläggningar för produktion, förbrukning eller överföring inom innevarande år och tre år framåt, så snart planen har beslutats i rätt instans.
  - Alla avbrott om mer än 200 MW, så snart som möjligt och under inga omständigheter senare än 60 minuter efter att händelsen inträffade. Medlemmen eller kunden ska inom fyra timmar efter att händelsen inträffade informera Nord Pool om orsaken till händelsen baserat på tillgänglig information, och informera om hur länge avbrottet förväntas pågå.
- Undantaget från informationsplikt är all information om marknadsdeltagarens egna planer och strategier för handel i de listade produkterna

Huvudregeln är att alla händelser med konsekvens på priset är anmälningspliktigt och under alla omständigheter incidenter i anläggningar med installerad kapacitet på mer än 200 MW. I praktiken handlar detta om förhållanden som innebär *ändringar i tillgängligheten* i utbud (produktion), efterfrågan (förbrukning) och överföring. Exempelvis att en produktionsenhet planeras att tas ur drift för revision så att den inte kan producera, eller motsatt när den kommer in efter ett fel eller en revisionsperiod.

Den generella regeln avser alltså information som kan förväntas ha en *signifikant* påverkan på priset, i praktiken går aktörerna ofta efter de specificerade minimikraven ovan. Ibland rapporteras även förhållanden under minimigränserna. Informationsplikten fungerar generellt och aktörerna följer den (och om de inte gör det startar en undersökning av Nord Pools marknadsövervakning).

Informationen går ut som UMM (Urgent market messages) på Nord Pools hemsida, där framgår även liggande planer för revisioner mm. fyra år framåt.

Informationsplikten ligger på både produktion, förbrukning och överföring men det fokuseras mest på produktionsmeddelandena vilka fr.a. kommer från de stora producenterna. Förbrukningsmeddelandena kommer inte så ofta, och när de kommer är det i regel från storindustrin. Information om ändringar i överföringskapaciteter är det oftast TSO:na<sup>30</sup> som sänder ut. TSO:na är inte medlemmar av elbörsen, och därmed inte bundna av regelverket direkt, men Nord Pool har skrivit egna avtal med dem som förbinder TSO:na till samma krav att informera marknaden som elbörsens aktörer. Hur informationsflödena går vad avser tillgängliga överföringskapaciteter i kablarna har vi försökt titta närmare på. När det handlar om t.ex. tekniska fel eller planerade underhållsarbeten så är det ju ibland andra än TSO:na som sitter på informationen. Några av kablarna samägs och driften ligger ute på olika parter. Troligtvis tas beslut om revisioner och underhåll i kablarnas styrelser där ägarrepresentanterna sitter och dessa meddelas sedan Nord Pool genom VD, medan ansvar att meddela driftfel förmodligen ligger på driftansvariga nätbolag.

Också aktörer som inte är aktiva på marknaden till exempel TSO:er, myndigheter och kontraktsparter utanför Norden (t.ex. ryska kraftsällskap) kan ha information som är viktig för prisbildningen i den nordiska marknaden. Det är därför viktigt att dessa ger upplysningar om viktiga händelser/beslut (eventuellt via pressmeddelandena som också går till Nord Pool) och att denna information inte tillfaller enskilda aktörer i marknaden före andra; dessa kommer annars i insiderposition.

Det är ändringar i tillgänglighet som ska informeras, undantaget från informationsplikt är all information om marknadsdeltagarens egna planer och strategier för handel. Producenternas "körningsmönster" och vattenvärderingar mm. är inte informationspliktigt, men här ställs ändå vissa krav enligt avsnittet om Nord Pools marknadsövervakning nedan.

Genomförda intervjuer ger belägg för att de finansiella elhandlarna i flera av de vertikalt integrerade bolagen har tillgång till de prisprognoser och fundamentala analyser som produktionsenheten på samma bolag tar fram. Producentenheterna har ett informationsövertag men informationen de besitter behöver inte vara sådan att den är definierad som insiderinformation (att de kan förväntas ha en signifikant påverkan på spotpriset). Att de prisprognoser och fundamentala analyser som produktionsenheten tar fram och delger de finansiella elhandlarna på samma bolag ger emellertid de vertikalt integrerade företagen ett informationsövertag som de kan utnyttja. De som beslutar om prissäkringen av produktionen har naturligtvis också tillgång till prisprognoserna.

---

<sup>30</sup> Transmission System Operator (TSO) eller stamnätsoperatör

b) FÖRBUD MOT INSIDERHANDEL MEN HANDEL FÅR SKE OM AKTÖREN KAN DOKUMENTERA ATT INSIDERINFORMATIONEN INOM ETT FÖRETAG ÄR SKILD FRÅN dem SOM HANDLAR

- Börsmedlemmar och kunder får inte handla när de har insiderinformation relevant för listade produkter.
- Förbudet ska inte hindra medlemmar eller kunder att handla på börsen om handelsverksamheten är skild från de avdelningar där anställda har insiderinformation. Medlemmen eller kunden måste dokumentera för Nord Pool att man har fysiska eller andra informationsbarriärer (chinese walls) mellan dessa avdelningar. Nord Pool ska godkänna interna rutiner och organisationsplaner i detta avseende.

Nord Pools regler för att hantera insiderinformation medger att aktören får välja ett av två alternativ, antingen att separera produktion och finansiell handel genom att skapa kinesiska murar eller att ha rutiner för att hantera de situationer då insider information uppstår genom handelsstopp. Av de fyra stora producenterna (Fortum, E.on, Vattenfall och Statkraft) använder några handelsstopprutinen, några kinesiska murar och en eller två av aktörerna har både kinesiska murar och rutiner om automatiskt handelsstopp. FI kritiserade i sin rapport en aktör som följde Nord Pools regler genom handelsstopp, vilket lett till att aktören bytt rutin till att införa kinesiska murar istället. Här har FI en skild uppfattning från den Kredittilsynet och Nord Pool representerar, vilket måste framstå som förvirrande för aktörerna.

Regeln att oplanerade avbrott ska meddelas snarast men absolut senast inom 60 minuter har väckt reaktioner bland FI och vissa vi talat med från den finansiella världen utan erfarenhet från elmarknaden. FI:s uppfattning är att all information ska offentliggöras omedelbart i syfte att låta intressenter själva bedöma informationens betydelse för prissättningen.

Anledningen till att Urgent market messages (UMM) brukar gå ut efter ca 15 minuter är att driften de första minuterna behöver koncentrera sig på felsökning och se om felet kan avhjälpas snabbt, samt att man vill att meddelandena ska innehålla tydlig, korrekt och användbar information. Informationen hålls under tiden skild från dem som handlar finansiellt och/eller handelsstopp inträder. Det är också enkelt för marknadsövervakningen att i efterhand kontrollera att ingen handel skett hos aktören på informationen, och med hjälp av realtidsmätningar är det enkelt att konstatera när avbrottet skedde.

Enligt uppgift lämnar numera alla svenska kärnkraftverk information om oplanerade avbrott till Nord Pool direkt från kärnkraftverket eller från driftledningen hos huvudägaren.

När det gäller *planerade* ändringar i tillgängligheter är regeln att de ska meddelas Nord Pool efter beslut i rätt instans – det är då informationsplikten inträder och också då informationen ses som insiderinformation. Då ska handelsstopp inträda (hos huvudägare och delägare) till dess informationen gått ut via UMM, eller så ska informationsbarriärer finnas så att informationen inte når de som handlar finansiellt innan den nått marknaden.

De flesta planerade förändringar av tillgänglighet föregås av en beslutsprocess och det kan ifrågasättas när informationsplikten respektive insidersituationen ska sägas uppstå (även om det inte är 100 % säkert vad som kommer att beslutas). Vilka dessa beslutsprocesser är bör tydliggöras gemensamt och av respektive aktör, det kan handla om beslut om t.ex. effekthöjningar eller revisioner i produktion och överföring. Hur man säkerställer och har kontroll över att informationen inte röjs till obehöriga och inte handlas på innan informationen meddelats marknaden bör också tydliggöras och struktureras upp. När informationsplikt ska inträda bör också samordnas och tydliggöras. Ska en effekthöjning meddelas Nord Pool direkt efter beslut i kärnkraftverkets styrelse, när man ansöker om tillstånd i miljödomstolen eller efter beslut i riksdagen? Enligt Nord Pools regler är rätt instans idag beslut i regeringen för det är då beslutet blir definitivt. Kärnkraftsaktörer i Sverige går dock ut med informationen självmant tidigare. Nyligen kunde vi läsa om att OKG beslutat om effekthöjningar i sin styrelse och att frågan nu ska dras i Miljödomstolen.

I och med att EU:s Market Abuse Directive (MAD)<sup>31</sup> har blivit implementerat måste enligt Nord Pool definitionen av när informationsplikten uppstår ändras – en tidigare tidpunkt än när beslutet fattas i rätt instans ska utlösa informationsplikten. När man startar att planlägga en revision tar planerna form successivt och det materialiserar sig efterhand vilka perioder som revisionen ska bli. Nord Pool har inte för avsikt att definiera när och hur information måste ges utan lägger ansvaret på aktörerna, eftersom de olika processerna kommer att vara så olika för olika kraftslag och för de olika länderna. I Norge har de nästan uteslutande vattenkraft, i Sverige är SKI inblandad i beslut om t.ex. att återuppta produktionen i kärnkraftverk efter revisioner, och beslut om en ökning av effekt ska upp till regeringen.

I reglerna står det att Nord Pool ska godkänna interna rutiner och organisationsplaner, detta görs efter begäran från aktörerna. Därefter sker ingen regelbunden uppföljning av detta från Nord Pools sida.

---

<sup>31</sup> Europaparlamentets och Rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)

c) FÖRBUD MOT OTILLBÖRLIGT RÖJANDE AV INSIDERINFORMATION

- En marknadsdeltagare och dess styrelse eller personal är underställda krav på konfidentialitet beträffande insiderinformation, och får inte röja någon insiderinformation till personer eller enheter som inte behöver den, innan informationen har blivit offentlig genom Nord Pool.
- De ovan omnämnda enheterna och personerna får inte ge råd till någon om börshandel medan de har insiderinformation.

Det här är ett område som vi haft svårt att få en överblick över hur det hanteras inom de fyra stora produktionsbolagen. Det är också ett område som det talas lite om, kanske till del eftersom Nord Pool definierat att insiderinformationen i samband med planerade ändringar i tillgänglighet uppstår först efter beslut i rätt instans. Vi har inga skäl att tro att detta missköts och vi har upplevt att de fyra stora aktörerna överlag har varit mycket öppna i sin delgivning av information, men det har varit svårt att få en helhetsbild av hur detta hanteras inom koncernerna (det handlar om information från många olika delar av en koncern, t.ex. styrelser i samägda kärnkraftverk, information om status i kablar mm.). Det här är också ett område som vi upplever att Nord Pool inte har fokuserat på. Verktyg som tydliga beslutsordningar, loggböcker, kvalitetsarbete och signeringar har nämnts av aktörerna som åtgärder de använder för att motverka otillbörligt röjande av insiderinformation.

Även inom *myndigheter* och andra aktörer som är med i de beslutsprocesser som föregår beslut om ändringar i tillgänglighet (utbud och efterfrågan) bör man arbeta fram policier för hur marknadsinformation ska hanteras internt, vad som är insiderinformation och hur det ska delges marknaden och dess olika aktörer. Nord Pool vill gärna få till stånd ett avtal med relevanta myndigheter om hur den information som myndigheten har ska hanteras.

Statens Kärnkraftsinspektion (SKI) nämndes särskilt i FI:s rapport för att illustrera att även myndigheter sitter inne med prispåverkande marknadsinformation, och att det är viktigt att även denna information hanteras rätt. Mot den bakgrunden har vi, som exempel, valt att fördjupa hur SKI deltar i beslut och har information som kan ha marknadspåverkan.

SKI kontrollerar att de som har tillstånd att bedriva kärnteknisk verksamhet uppfyller de krav som ställs: på säkerhet vid drift av anläggningarna, på kontrollen av kärnämnen samt på hantering och slutförvaring av kärnkraftens avfall. SKI ska också verka för att säkerhetsarbetet utvecklas.

En gång per år stängs de svenska kärnkraftverken av för bränslebyte och underhåll – en så kallad årlig revisionsavställning. Verken själva planerar och bestämmer när revisionerna ska ske och det bestäms lång tid i förväg (3-4 års planer). Det finns bara några få bolag (ABB, Siemens, Alstom m.fl.) som utför underhåll, och



verken får "slottider" av dem som de inte kan påverka så mycket. Verket planerar revisionerna och när det fastställts av den operativa ledningen har vi förstått att anläggningarna själva lämnar denna information till Nord Pool som informerar marknaden via UMM (Urgent Market Messages), och att informationen samtidigt lämnas till ägarna.

Under revisionen byter man ut den del av bränslet i reaktorhärden som är förbrukat. Dessutom passar man på att genomföra underhållsarbeten och säkerhetsförbättringar samt eventuella ombyggnationer. Efter avslutad revision kontrollerar man att alla säkerhetssystem fungerar som de ska genom att utföra en mängd prover och eventuella avvikelser rapporteras till SKI.

SKI kan besluta om fördröjd uppstart efter revision och kräva att anläggningen vidtar åtgärder för att uppfylla säkerhetskraven. Om det blir en fördröjd uppstart så meddelar SKI anläggningsägaren som i sin tur meddelar Nord Pool som informerar marknaden via sin hemsida. Samma dag som SKI meddelar anläggningsägaren brukar SKI också lägga ut ett pressmeddelande på sin egen hemsida. SKI har inte till uppgift att informera Nord Pool. Anläggningsägaren ska enligt Nord Pools regler informera om anledningen till bortfallet och hur länge det kan tänkas pågå. Längden på bortfallet kan vara svår för anläggningarna att uppskatta eftersom uppstart sker först när SKI ger sitt godkännande.

Uppgifter om driftstörningar rapporteras direkt till Nord Pool från anläggningarna själva eller från driftledningen på produktionsbolagen. Vad gäller planerade revisioner så finns denna information tillgänglig för marknadens aktörer genom Nord Pools hemsida med lång framförhållning. Att uppstarten fördröjs pga. krav från SKI händer relativt sällan men information till marknaden skulle i sådana fall kunna förbättras genom att SKI även informerar Nord Pool.

SKI är en myndighet under Miljö- och samhällsbyggnadsdepartementet. En möjlig åtgärd är att regeringen i SKI:s uppdrag även inkluderar att ta fram en policy för hantering av marknadsinformation.

SKI fick här tjäna som exempel, men det finns fler myndigheter som handskas med prispåverkande information. Vi återkommer till detta i kapitel 11.

### **7.1.2 Intressekonflikter**

Att hantera intressekonflikten gentemot kund i enlighet med investeringstjänstedirektivet (ISD) omnämns i Nord Pools etiska riktlinjer, men dessa har ingen status annat än som generella råd. I övrigt behandlas inte intressekonflikter mot kund i Nord Pools regelverk och det ingår inte heller i Nord Pools marknadsövervakning. De etiska reglerna är allmänt hållna och enligt dem ska kundernas intressen hanteras i enlighet med lag och god sed på marknaden. Kunder skall hanteras på ett jämlikt och icke-diskriminerande sätt. Intressekonflikter gentemot kund är i dagsläget snarare en fråga för

tillsynsmyndigheterna dvs. finansinspektionerna i de nordiska länderna, mer om detta går att läsa i avsnittet nedan om Tillsyn.

### 7.1.3 Marknadsmanipulation

Nord Pools regler om marknadsmanipulation som återfinns i Market conduct rules hänvisar bl.a. till marknadsmissbruksdirektivet:

- Marknadsdeltagare får inte inlåta sig på marknadsmanipulation.
- Marknadsmanipulation ska i dessa regler betyda alla transaktioner eller order
  - som är ägnade att ge falska eller missvisande signaler om utbudet av, efterfrågan på eller priset på noterade produkter,
  - som är ägnade att hålla priset på en noterad produkt på en onormal eller artificiell nivå,
  - 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.

Efterlevnaden av reglerna om marknadsmanipulation övervakas av Nord Pools marknadsövervakningsenhet.

### 7.1.4 Compliance<sup>32</sup>

Nord Pools etiska riktlinjer innehåller också regler om en compliance-funktion:

- Börs- och clearingmedlemmar ska se till att deras ledning och styrelse har tillbörlig kunskap om och följer lagar och regelverk, och att de för vidare relevant kunskap till sin personal.
- Aktörerna är skyldiga att utse en person som är ansvarig för tillsyn av den etiska standarden inom aktören (en compliance-funktion) så att de ser till att styrelsen och personalen känner till vid var tid tillämpliga regler på marknaden.
- Börs- och clearingmedlemmar och clearingkunder är skyldiga att inrätta interna etiska regler för deras personal, och ge ledning i hur de ska agera i situationer som väcker etiska frågetecken eller vem de kan fråga i tveksamma situationer. Reglerna ska även ge svar på frågor som uppstår i praktiska situationer där andra lagar och regler är oklara eller otillräckliga. De interna reglerna bör också ge ledning i fråga om personalens handel med noterade produkter. De anställda ska kontinuerligt få information om och utbildning i de etiska frågor som är relevanta för deras arbete.

Nord Pool gör ingen uppföljning av reglerna om compliance-funktion mm. troligen eftersom de etiska riktlinjerna där dessa regler ingår inte har annan status än som generella råd.

---

<sup>32</sup> Compliance ≈ regelefterlevnad

## 7.2 Nord Pools marknadsövervakning

Marknadsövervakningen regleras dels i den norska börslagen och dels i Kredittilsynets föreskrift om marknadsövervakning.

Marknadsövervakningen vid Nord Pool ska vara oberoende och är en funktion gemensam för den finansiella och den fysiska marknaden.

Marknadsövervakningen rapporterar direkt till VD i respektive bolag, och till myndigheterna, Kredittilsynet<sup>33</sup> för den finansiella marknaden och NVE<sup>34</sup> för den fysiska. Syftet med marknadsövervakningen är att se till att aktörerna agerar enligt lagar, föreskrifter och regler, och att bidra till att skapa förtroende för Nord Pool. Tre personer arbetar på enheten (en fjärde på gång att anställas) och de arbetar med att övervaka och utreda möjliga brott mot regelverk, med rådgivning till aktörerna och med analys av aktörerna och marknaden för eget bruk.

Nord Pools marknadsövervakning fokuserar i praktiken på fyra huvudpunkter i regelverket; rapporteringsplikt, informationsplikt, insiderhandel och prismanipulation. Rapporteringsplikten omfattar bara den finansiella marknaden, informationsplikten gäller information från den fysiska marknaden men med påverkan på den finansiella. Övervakningen avseende prismanipulation gäller både den finansiella och den fysiska marknaden och i kombination.

### a) RAPPORTERINGSPLIKT

- Gäller alla kontrakt som ska anmälas in för clearing
- Kontrakten ska rapporteras inom 15 minuter från kontraktets ingående, och flaggas därefter omedelbart till marknaden.
- Verktyg:
  - Vid handel på börsen används det elektroniska handelssystemet PowerCLICK, och kontrakten registreras och flaggas direkt.
  - OTC-handeln registreras i en egen applikation (CDA) hos aktörer eller mäklare.

Övervakningen går ut på att kontrollera att kontrakten rapporteras i tid, och att registreringen är riktig (rätt kontraktstyp, handelstidpunkt, pris och volym). Övervakningen sker både genom kontinuerlig manuell bevakning och via automatiska förhandsdefinierade alarm.

### b) INFORMATIONSPLIKT

---

<sup>33</sup> Norges motsvarighet till Finansinspektionen.

<sup>34</sup> Norges vassdrags- og energidirektorat (NVE) är underställt Olje- og energidepartementet med ansvar för att förvalta vatten- och energiresurserna i Norge.

- Verktyg: Börsmedlemmar och TSO:er registrerar UMM (urgent market messages) och sänder ut det via en särskild applikation.

Övervakningen kontrollerar att informationen är riktig och tillräcklig, och att den skickats ut i rätt tid. Det finns skriftliga riktlinjer för hur UMM ska utformas.

#### c) INSIDERINFORMATION

- Aktör med kunskap om prispåverkande information som inte är offentlig (inte publicerad via Nord Pool) får inte registrera nya order eller utföra börshandel
- Regler för icke-spridning

Övervakningen kontrollerar handelsaktiviteten hos de aktörer som sänt ut prispåverkande information.

#### d) PRISMANIPULATION

Aktörer får inte

- ge falska, oriktiga eller vilseledande signaler
- ingå fiktiva avtal eller på annat sätt påverka priserna
- medverka till att priser registreras som man förstår avviker från marknadspris
- använda orimliga affärsmetoder vid börshandel, utan ska alltid sträva efter att uppträda i samklang med gott affärsskick

Övervakningen kontrollerar aktörernas agerande (budgivning och handel) över tid för att upptäcka eventuella mönster, både hos de enskilda aktörerna och mellan flera aktörer. Övervakningen har bl.a. tillgång till information från den fysiska spothandeln, från finansiella handeln över börsen och OTC (den som clearas), avräkningsdata från TSO:na och information från clearingens om alla aktörers positioner.

Marknadsövervakningen kontrollerar även bl.a. att man inte ställer de olika marknaderna mot varandra, t.ex. handel på börs och handel via mäklare. Att man t.ex. inte ger signal på börsen för att kunna handla till bättre pris på OTC. Bud ska spegla äkta intresse och vara möjliga att handla på. Om en aktör lämnar in order sent på dagen, någon sekund innan marknaden stänger, eller om ett bud ligger långt bort från marknadspris då tittar marknadsövervakningen på det. Även om en aktör har lagt in order på bara en sida t ex ställer marknadsövervakningen frågor. Om de tar en dominerande position i en produkt vid en viss tidpunkt så kontrolleras även det då att priserna blir justa.

Att aktörerna inte ställer spotmarknaden och den finansiella marknaden mot varandra övervakas också. De flesta producenter är enligt Nord Pool uppmärksamma på att inte använda sin marknadsposition i den fysiska marknaden på den finansiella. Om någon aktör är aggressiv på den finansiella marknaden när det sker stora förändringar i den fysiska, då undersöks det vidare. Många aktörer

kan vara i dominerande position i spotmarknaden i vissa perioder, men det är de stora aktörerna med produktion som över tid har störst möjlighet att påverka.

Börsen reglerar i allmänhet inte vilken strategi aktörerna ska ha på marknaden. Eftersom det finns stora och ibland dominerande producenter ligger Nord Pools fokus på att aktörerna ska uppträda med en rimlig kontinuitet från dag ett till dag två, att ändringar i körningsmönster kan förklaras med fundamentala ändringar i t.ex. tillgänglighet eller vattenvärde. Vattenkraftaktörerna kör efter vattenvärdeberäkningar. Det är viktigt att ha samma princip från ena dagen till andra, man kan inte ändra sätt att beräkna, det skulle få stora konsekvenser för priserna. Aktörerna (särskilt de stora har ett ansvar) bör uppträda rationellt, inte ändra beräkningsmetodik. Strategin och därmed priserna måste vara rimligt förutsägbara för marknaden.

#### e) INCIDENTER

Endast ett ärende har gått vidare från Nord Pools marknadsövervakning till Kredittilsynet och vidare till Ökokrim. I slutet av december 2002 såldes stora volymer på kort tid i en årsprodukt till lägre och lägre priser. Aktören (en finansiell sådan) som stod för handeln på börsen hade också ett bilateralt avtal med optionskontrakt som skulle gå till förfall med priset kl. 15.30 som referenspris. Investorer hade köpt köpoptioner genom en bank, och ställare av dessa optioner var aktören som nu handlade aggressivt. Ärendet gick till sakbehandling hos Kredittilsynet och vidare till Ökokrim som efter kort tid dock meddelar att de bestämt sig för att inte undersöka fallet. Det gjorde att Kredittilsynet istället valde att offentliggöra mot vem misstankarna om marknadsmanipulation gällde.

På Nord Pools hemsida har marknadsövervakningen en egen sida där de presenterar olika incidenter. Det har förekommit ett antal brott mot informationsplikten utan att det påvisats att medlemmen har gjort någon ekonomisk vinst genom detta.

Även Kredittilsynet kan på eget initiativ göra olika undersökningar och har bl.a. vid ett särskilt tillfälle närmare undersökt handeln i CfD-kontrakt i Danmark och Sverige efter påpekanden från marknadsaktörer. Det hävdades att aktörer i Tyskland genom sin kunskap om egna produktionsplaner kunde påverka priserna på CfD-kontrakt i Sverige och Danmark, och att om dessa aktörer tog positioner i CfD och sedan gjorde produktionsändringar skulle de ha kunnat tjäna på det. Kredittilsynets undersökning visade att aktörerna inte hade haft några sådana positioner under den aktuella tidpunkten.

### **7.3 Tillsyn över intressekonflikter och insiderinformation**

Ett verktyg för att upprätthålla förtroendet för en marknad är marknadsövervakning och tillsyn. Det är viktigt att kunna lita på att tillsynen och marknadsövervakningen fungerar.

- En vanlig reaktion på Finansinspektionens rapport är att man reagerat på att en av slutsatserna i rapporten är att elmarknaden inte är/varit en prioriterad fråga för FI.
- En annan allmänt spridd uppfattning är att den anmälan om missbruk som drivits från Nord Pools marknadsövervakning till Kredittilsynet och sedan vidare till Ökokrim skulle ha lagts ner med hänvisning till bristande resurser. Ökokrim har kommenterat att det inte var pga. bristande resurser, men att det inte utreddes vidare (skälen för detta har inte redovisats). Kredittilsynet valde i det läget att i stället gå ut med namnet på den aktör som misstankarna riktades mot.

Nord Pools marknadsövervakning får å andra sidan överlag ett gott omdöme, många av aktörerna uppskattar och har förtroende för det aktiva arbete som Nord Pool utför i sin marknadsövervakning och för att stävja tendenser till missbruk.

Eftersom den finansiella elmarknaden är nordisk innebär det att aktörerna bedriver verksamhet under flera olika lagstiftningar. Det är viktigt att spelreglerna är likvärdiga för aktörerna på en och samma marknad, och det betyder bland annat att det är viktigt att reglerna i de olika länderna är harmoniserade.

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. Vi hänvisar till bilaga 6 för mer detaljerad beskrivning av lagstiftning och normer på området.

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.

En effektiv tillsyn på den nordiska marknaden för finansiell elhandel förutsätter kompatibla regelverk och samarbete mellan myndigheter i olika länder. Det direktiv om marknadsmissbruk som implementerades i svensk lagstiftning i juli 2005 och direktivet om marknader för finansiella instrument som är under beredning skapar nya förutsättningar för tillsynen av de parter som berörs. För närvarande sker tillsynen på den nordiska elmarknaden i varierande utsträckning i länderna. Det finns rutiner för utbyte av information mellan länderna i de fall det finns misstankar om brott mot insiderbestämmelser och reglerna om marknadsmanipulation inom ramen för Nord Pools marknadsövervakning.

## 7.4 Tillsyn över intressekonflikter mot kund

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 marknader. Än så länge gäller dock föregångaren investeringstjänstedirektivet (ISD). Elderivat betraktas som finansiella instrument i alla de nordiska länderna och företag som handlar med elderivat står därför under tillsyn hos respektive finansinspektion men ISD har fått olika tolkning i de olika nordiska länderna avseende tillståndsplikten.

Att yrkesmässigt tillhandahålla investeringstjänster kring elderivat är i praktiken bara tillståndspliktig verksamhet i Sverige, inte i de övriga nordiska länderna. Detta pga. olika tolkningar av gällande investeringstjänstedirektiv. I Norge är handel med el- och råvaruderivat inte tillståndspliktigt, och i Danmark och Finland är en stor del av aktörerna undantagna tillståndsplikt.

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 värdepappersföretag (lag om värdepappersföretag 26.7.1996/579). Sådan handel står därmed inte alls under tillsyn av den finska Finansinspektionen.

I *Danmark* undantas från tillståndsplikten dels koncernintern handel, dels handel med elderivat (Bekendtgørelse 938 af 16/09/2004) som tillhandahålls av företag vars huvudsakliga verksamhet är elhandel med förbrukare 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 el. Eftersom en stor del av aktörerna på elderivatmarknaden antingen är större förbrukare eller elbolag, är undantaget 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.

De normer som finns avseende hantering av intressekonflikter i norsk lagstiftning liknar de svenska. VPHL innehåller regler om god affärssed som bl a 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 kunder<sup>35</sup>. 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. Den norska motsvarigheten till FI, Kredittilsynet, utövar tillsyn över värdepappersbolagen och åttlydnaden av lagen.

Den norska värdepapperslagen reglerar hur man ska hantera intressekonflikter mot kund, men bolagen har inte tillståndsplikt så hur säkerställs det? Tillsynen på det området är i praktiken minimal. Enligt norsk lag (VPHL) har den norska tillsynsmyndigheten möjlighet att kräva information från aktörerna. Det är dock svårare för myndigheten att lägga ”tyngd” bakom sina krav då dessa aktörer inte är beroende av myndighetens tillstånd för sin verksamhet. Den norska tillsynsmyndigheten kan förelägga även icke tillståndspliktiga aktörer att lämna information till myndigheten. Underlåtenhet att efterkomma sådant föreläggande är straffsanktionerat.

Enligt LHF kan svenska 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 vite. Det är således möjligt att kräva information från icke tillståndspliktiga aktörer, men sanktionerna är begränsade och inte av lika ingripande karaktär som i förhållande till en tillståndspliktig aktör. Utrymmet för att anmoda en icke tillståndspliktig aktör att lämna upplysningar begränsas också av det faktum att en sådan anmodan skall göras för att kontrollera efterlevnaden av lagstiftning som riktar sig till tillståndspliktiga aktörer. En anmodan måste således på något sätt avse den verksamhet som en tillståndspliktig aktör bedriver.

Att hantera intressekonflikten gentemot kund i enlighet med ISD omnämns även i Nord Pools etiska riktlinjer, men dessa har ingen status annat än som generella råd. I övrigt behandlas inte intressekonflikter mot kund i Nord Pools regelverk och det ingår inte heller i Nord Pools marknadsövervakning.

#### **7.4.1 Tillståndsplikt i Sverige**

För att svenska aktörer ska få yrkesmässigt handla, förmedla eller förvalta finansiella instrument krävs enligt VPL tillstånd från Finansinspektionen (FI).<sup>36</sup> Däremot krävs inte tillstånd om ett bolag enbart tillhandahåller de aktuella

---

<sup>35</sup> § 9-2 VPHL.

<sup>36</sup> 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. Sådant verksamhet som anges i 1 kap 3 § 1-5 VPL benämns ”värdepappersrörelse” och är tillståndspliktig om inte något av undantagen i 1 kap 3a-b § är tillämpliga.



tjänsterna till andra bolag inom samma koncern (det s.k. koncernundantaget)<sup>37</sup>. 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. I praktiken betyder det att aktörer som sysslar med extern portföljförvaltning, kapitalförvaltning, mäklare och market makers har tillståndsplikt i Sverige. På FI:s hemsida framgår det vilka aktörer som idag har tillstånd.

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 äventyras<sup>38</sup>. Kravet innebär bl a ett värdepappersbolag skall handla på ett ärligt och rättvist sätt, inneha och använda sådana rutiner som krävs 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 och uppdrag åt 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. 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 identifiera och hantera intressekonflikter, så är bestämmelsen i föreskrifterna om s.k. 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.

Exempel på intressekonflikter gentemot kund 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.

---

<sup>37</sup> Se 1 kap 3 a § VPL.

<sup>38</sup> 1 kap 7 § VPL.

- **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 säljrekommendationer.
- **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 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.

### *Tillståndsverksamheten*

Tillsynen inom ramen för tillståndsplikten består dels i den undersökning som görs i samband med att tillstånd att bedriva verksamheten meddelas (auktoriseringsprocessen), 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.<sup>39</sup>

---

<sup>39</sup> Se FFFS 2002:5 Finansinspektionens allmänna råd om värdepappersrörelse.

### *- 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 företagen bildar underlaget för analyser och kontroller.<sup>40</sup> I tillsynsverksamheten kan FI begära in upplysningar från aktören om dess verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter<sup>41</sup> 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.

### *- Upplysningsskyldighet*

De aktörer som står under FI:s tillsyn har skyldighet att lämna de upplysningar som inspektionen begär.<sup>42</sup> 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.<sup>43</sup> 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 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.

För att kunna övervaka efterlevnaden av bestämmelserna i, såvitt nu är aktuella, VPL och LHF, har FI rätt att få de upplysningar den behöver från vissa närmare

---

<sup>40</sup> Se FFFS 2005:12.

<sup>41</sup> 6 kap 1 § VPL.

<sup>42</sup> 6 kap 1 § VPL.

<sup>43</sup> 5 kap 3 § VPL.

angivna aktörer på värdepappersmarknaden.<sup>44</sup> Bland dessa aktörer finns också personer som inte står under inspektionens tillsyn.

Mer om tillståndsverksamheten, bl.a. om FI:s sanktionsmöjligheter, går att läsa i bilaga 6.

## 7.5 MiFID under beredning i nationella lagstiftningar

Det är viktigt att spelreglerna är likvärdiga för aktörerna på en och samma marknad, och det betyder bland annat att det är viktigt att reglerna i de olika länderna är harmoniserade. Förhoppningen är att införandet av MiFID i avsevärd mån kommer att minska skillnaderna mellan de nationella lagstiftningarna inom Norden. Men risken finns också att de olika länderna väljer olika tolkningar i likhet med vad som hände när ISD överfördes till nationell lagstiftning. En ytterligare risk som nämnts är att olika *typer* av aktörer som konkurrerar på samma marknad kommer att behandlas olika, att spelreglerna inte blir likvärdiga.

MiFID bereds fortfarande i de olika länderna så vilka tolkningar som kommer att göras är inte klart ännu. Förhandsinformationen säger dock att det finns risk för att några av de företag som har tillståndsplikt i Sverige idag inte kommer att ha det under MiFID med hänvisning till att vissa tjänster undantas (se lite längre ned). Detta kan upplevas som olyckligt av de aktörer som gått igenom tillståndsprocessen med allt vad det innebär av tid och resurser. Många av aktörerna med tillstånd från FI ser också tillstånden som ett förtroendebyggande verktyg och en konkurrensfördel.

Genom MiFID utvidgas harmoniseringsområdet för reglering av finansiella tjänster. MiFID innefattar, till skillnad från investeringstjänstedirektivet (ISD), även finansiella tjänster relaterade till *råvaruderivat*. Som utgångspunkt gäller att alla aktörer som tillhandahåller investeringstjänster blir underkastade tillståndsplikt som värdepappersrörelse. För norskt vidkommande innebär detta en förändring då handel med råvaruderivat är undantagen tillståndsplikt enligt nu gällande norsk lagstiftning. I Sverige omfattar redan i dag definitionen av finansiella instrument även råvaruderivat.

MiFID omfattar alla värdepappersbolag. Värdepappersbolag definieras som ”juridisk person vars regelmässiga verksamhet eller rörelse består i att yrkesmässigt tillhandahålla en eller flera investeringstjänster till tredje part och/eller att utföra en eller flera investeringsverksamheter”.<sup>45</sup> Investeringstjänster 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,

---

<sup>44</sup> 6 kap 1 a § LHF.

<sup>45</sup> MiFID artikel 4 punkt 1.1.

- portföljförvaltning,
- finansiell rådgivning,
- garantiverksamhet för finansiella instrument och/eller placering av finansiella instrument på grundval av ett fast åtagande,
- placering av finansiella instrument utan ett fast åtagande, samt
- drift av multilaterala handelsplattformar (MTF-plattformar).

Utgångspunkten är att verksamhet knuten till yrkesmässigt utförande av dessa investeringstjänster kräver tillstånd.

### **7.5.1 Undantag i MiFID**

Följande tjänster är undantagna från MiFID:s tillämpningsområde:

#### Koncerninterna tjänster

Investeringstjänster 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.<sup>46</sup>

#### 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.<sup>47</sup>

#### Kund till sidoverksamhet

Företag som har en annan huvudsaklig verksamhet än finansiell verksamhet kan erbjuda värdepapperstjänster i exempelvis elderivat eller kontrakt i utsläppsrätter eller elcertifikat, till kunderna i huvudverksamheten utan att detta medför tillståndsplikt.<sup>48</sup>

#### 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.<sup>49</sup>

### **7.5.2 Några troliga konsekvenser av MiFID**

#### Portföljförvaltning och finansiell rådgivning

Extern portföljförvaltning har sedan tidigare utgjort en tillståndspliktig verksamhet. I denna verksamhet har aktören såsom sidoverksamhet tillhandahållit

---

<sup>46</sup> MiFID artikel 2 b).

<sup>47</sup> MiFID artikel 2 d).

<sup>48</sup> MiFID artikel 2 i).

<sup>49</sup> MiFID artikel 2 l).

rådgivning rörande investeringar. I MiFID definieras finansiell rådgivning som 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. Undantaget nedan begränsar dock verkningarna av MiFID avsevärt.

#### 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.

**Tabell 2: Tillståndsplikt och tillståndspliktig verksamhet**

	NORGE	SVERIGE	MIFID
<b>Tillståndsplikt</b>	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 (elderivat, elcertifikat och utsläppsrätt) krävs tillstånd.  Det krävs dock inte tillstånd om ett bolag handlar för egen räkning eller tillhandahåller de aktuella tjänsterna till andra bolag inom samma koncern.	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> .
<b>Aktör 1</b> 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

	NORGE	SVERIGE	MIFID
<b>Aktör 2</b> 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.
<b>Aktör 3</b> 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
<b>Aktör 4</b> Person som tillhandahåller investeringsrådgivning	Ej tillståndspliktig	Ej tillståndspliktig	Tillståndspliktig
<b>Aktör 5</b> Mäklare	Ej tillståndspliktig	Tillståndspliktig	Tillståndspliktig, dock ej om tjänsten tillhandahålls som sidoverksamhet.
<b>Aktör 6</b> 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 <sup>50</sup> b) Tillståndspliktig	a) Ej tillståndspliktig b) Tillståndspliktig

### 7.5.3 Krav enligt MiFID

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 transaktioner<sup>51</sup>

<sup>50</sup> 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.

- interna system, resurser och procedurer<sup>52</sup>
- övervakning av outsourcing<sup>53</sup>
- dokumentering<sup>54</sup>
- skydd för kunders tillgångar<sup>55</sup>
- regler om hantering av intressekonflikter<sup>56</sup>
- godtagbara motparter<sup>57</sup>
- rättvisande, tydlig och ej missvisande information<sup>58</sup>
- dokument för professionella resp. icke-professionella kunder<sup>59</sup>
- rapportering till kund<sup>60</sup>
- ”best execution”<sup>61</sup>

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.

#### **7.5.4 Regler om hantering av intressekonflikter**

Här kan nämnas att implementeringen av MiFID kommer att inkludera ett antal regler om intressekonflikter. 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. Det föreskrivs vidare 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.

---

<sup>51</sup> MiFID artikel 13.2. Se även motsvarande bestämmelser i gällande norsk rätt, kapitel 2 a VPHL, som emellertid inte är tillämpliga på elderivat enligt samma lag § 1-7.

<sup>52</sup> 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.

<sup>53</sup> MiFID artikel 13.5.

<sup>54</sup> 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.

<sup>55</sup> 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.

<sup>56</sup> 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.

<sup>57</sup> MiFID artikel 24.

<sup>58</sup> MiFID artiklarna 19.2-19.3.

<sup>59</sup> MiFID artikel 19.7.

<sup>60</sup> MiFID artikel 19.8.

<sup>61</sup> MiFID artikel 21. Motsvarande bestämmelse i gällande norsk rätt finns enbart i förhållande till pris, § 9-2 fjärde stycket VPHL, i övrigt saknas reglering.



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 värdepappersinstitut<sup>62</sup>. 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 området<sup>63</sup>. I kommissionens utkast<sup>64</sup> 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 (eller procedurer som ska förhindra eller kontrollera informationsutbytet mellan personer som sysslar med verksamheter inom firman som kan innebära en risk för att kunders intressen missgynnas).
- 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.

## **7.6 Tillsyn över insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan**

Alla aktörer på den nordiska elmarknaden omfattas av marknadsmissbruksdirektivet som nu är implementerat i alla de nordiska länderna.

Det norska VPHL innehåller detaljerade regler om insiderinformation och informationshantering<sup>65</sup>. Reglerna gäller värdepapper som är noterade på norsk börs eller vars värde är beroende av värdepapper som är 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.

Marknadsmissbrukslagen<sup>66</sup> (MML) gäller dels den svenska värdepappersmarknaden, dels ageranden som berör finansiella instrument som är föremål för registrering på annan marknadsplats inom EES. Lagen är således

---

<sup>62</sup> Committee of European Securities Regulators (CESR)

<sup>63</sup> 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.

<sup>64</sup> 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. Kommissionen har lagt sitt formella förslag den 6 februari 2006, se

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/isd/mifid2\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/isd/mifid2_en.htm)

<sup>65</sup> Marknadsmissbruksdirektivet har implementerats i VPHL.

<sup>66</sup> Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

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 avser<sup>67</sup>.

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 procent<sup>68</sup>. I förarbetena till MML anges att hänsyn skall tas till flera olika parametrar, t ex allmänna tendenser på marknaden och det finansiella instrumentets särskilda egenskaper<sup>69</sup>.

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

---

<sup>67</sup> Enligt prop. 2004/05:142 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.

<sup>68</sup> Trots detta har en 10 % gräns i vissa fall omnämnts i förarbetena, ibid., sid. 56.

<sup>69</sup> Ibid.

*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 sprider informationen insåg eller borde ha insett att informationen var falsk.

Vad som gör den finansiella elmarknaden speciell är att flera av de stora aktörerna producerar den underliggande varan vilket medför ökad risk för insiderhandel och intressekonflikter.

Priskänslig insiderinformation kan delas upp i; 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 Nord Pools Disclosure Rules<sup>70</sup> 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

---

<sup>70</sup> Disclosure Rules p 2.1.

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 frågor som påverkar utbud, efterfrågan eller kostnaderna för marginalproduktionen kan således utgöra insiderinformation.

Tillsynen över insiderinformationen och marknadsmanipulationen sköts i praktiken via Nord Pools rutiner för marknadsövervakning. Nord Pools marknadsövervakning bevakar insiderhandeln. Övriga myndigheter träder in om ärende förs vidare från Nord Pool till Kredittilsynet. Det finns rutiner för utbyte av information mellan länderna i de fall det finns misstankar om brott mot insiderbestämmelser och reglerna om marknadsmanipulation.

På den svenska aktiemarknaden finns specifika regler för hur insiderfrågan ska skötas på just den marknaden. Utöver Nord Pools marknadsövervakning så är åtgärder/kontrollfunktioner som syftar till att möjliggöra och underlätta tillsynen över användningen av insiderinformation på den finansiella elmarknaden begränsade. 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. Någon motsvarighet till de kontrollfunktioner som gäller för svenska aktiemarknadsbolag<sup>71</sup> enligt lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för innehav av vissa finansiella instrument finns inte. Enligt denna lag följer bl a skyldighet att föra s.k. insynsregister och förteckning över personer med insiderinformation (s.k. loggbok).

## **7.7 Slutsatser**

Tillsynen och tolkningen av regelverk och lagstiftning försvåras av att den nordiska elmarknaden och dess aktörer lyder under flera jurisdiktioner. Under arbetets gång har det också framgått att tillsynsmyndigheterna har något skilda utgångspunkter när de värderar den finansiella elmarknadens effektivitet och funktion, och därigenom vilket regelverk som är mest ändamålsenligt.

---

<sup>71</sup> 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.

Tillsynen över insiderhanteringen och marknadsmanipulationen sköts i praktiken via Nord Pools rutiner för marknadsövervakning. Marknadsövervakningen fungerar relativt väl men det finns visst utrymme för tolkningar av Nord Pools regelverk för hantering av insiderinformation, bl.a. i frågor där Kredittilsynet och Finansinspektionen har olika syn.

Tillämpningen av reglerna ser lite olika ut hos olika aktörer. I Nord Pools regelverk står det att Nord Pool ska godkänna interna rutiner och organisationsplaner, detta görs efter begäran från aktörerna. Därefter sker ingen regelbunden uppföljning av detta från Nord Pools sida.

Dessutom är informationshanteringen i samband med planerade förändringar i tillgänglighet något som vi upplever att Nord Pool inte haft något större fokus på, eventuellt beroende på att de definierat att informationsplikten inträder först efter beslut i rätt instans. De flesta planerade förändringar av tillgänglighet föregås av en beslutsprocess och det kan ifrågasättas om inte informationsplikten respektive insidersituationen ska sägas uppstå tidigare (även om det inte är 100 % säkert vad som kommer att beslutas). Vilka dessa beslutsprocesser är bör tydliggöras gemensamt och av respektive aktör, det kan handla om beslut om t.ex. effekthöjningar eller revisioner i produktion och överföring. Hur man säkerställer och har kontroll över att informationen inte röjs till obehöriga och inte handlas på innan informationen meddelats marknaden bör också tydliggöras och struktureras upp. När informationsplikt ska inträda bör också samordnas och tydliggöras.

Finansinspektionen har pekat på att den finansiella elmarknaden påverkas av bl.a. myndigheters beslut. Energimyndighetens analys bekräftar att den finansiella elmarknaden, utsläppsrättsmarknaden och elcertifikatmarknaden påverkas av myndigheters beslut och att myndigheter, bl.a. Regeringskansliet, Energimyndigheten och Naturvårdsverket har information som är/kan vara marknadspåverkande. Mot bakgrund av att en effektiv finansiell marknad kännetecknas av att all offentlig information ska speglas i priset, kräver det också att all offentlig information kan nå marknads aktörer samtidigt, och till låg transaktionskostnad. Samtidigt ställer svensk förvaltningstradition krav på myndigheter att skyndsamt, utan att efterfråga anledningen till förfrågan, lämna ut offentliga handlingar och svara på frågor. Ett problem är att information som myndigheter sitter inne med kan vara å ena sidan offentlig, å andra sidan marknadspåverkande. (Sekretessprövning kan givetvis göras i varje enskilt fall, men en ökad medvetenhet, rutiner och offentliggörande som kan nå alla aktörer samtidigt är att föredra)

De fyra största nordiska elproducenterna (Vattenfall, E.ON, Fortum och Statkraft) är öppna med hur de tillämpar Nord Pools marknadsregler och tillämplig lagstiftning. Men det är svårt för den enskilde att på ett effektivt sätt få fram denna information, Energimyndigheten menar därför att tillämpningen brister i transparens. Det finns inget krav på, men saknas också efterlevnadsfunktion (*Compliance*-funktion) på koncernnivå i de flesta av bolagen, vilket försvårar för

utomstående aktörer att snabbt kunna skapa sig en samlad bild över efterlevnaden i alla berörda delar av koncernen.

Energimyndigheten anser att marknaden skulle vinna på att bli mer transparent i fråga om hur man hanterar sin insiderinformation och sina intressekonflikter. Aktörerna gör mycket på det området redan men man informerar inte om det. Hanteringen är inte tillräckligt transparent och tillgänglig. Att tydligare kommunicera hur man hanterar insiderinformation och intressekonflikter skulle bidra till att stärka förtroendet för marknaden och göra marknaden mer tillgänglig. Att samtidigt ta ett samlat grepp om hur insiderinformation och intressekonflikter bör hanteras skulle också kunna fungera som ett stöd för aktörerna i hur de bör agera. En transparens i hanteringen skulle också vara ett stöd i framtida konstruktiva dialoger om eventuella förbättringar av marknaden

Den finansiella lagstiftningen innehåller generella regler som syftar till att undvika intressekonflikter gentemot kund. Detta har i praktiken bara varit tillståndspliktigt i Sverige, och marknadsövervakningen och tillsynen på detta område i övriga Norden kan antas ha varit minimal. I och med att MiFID införs är det möjligt att skillnaderna mellan de nationella lagstiftningarna kommer att minska, men det finns även en risk att några av de idag tillståndspliktiga bolagen blir undantagna (främst de vertikalt integrerade företagen) och att spelreglerna inte blir likvärdiga för olika aktörstyper. Det finns även en risk att regelverket inte blir harmoniserat mellan de nordiska länderna. Det finns inga specifika regler på Nord Pool som omfattar intressekonflikten mot kund, det finns bara en referens till ISD i de etiska riktlinjerna.

## 8 En högre ambitionsnivå för den finansiella elmarknaden

*I kapitlet diskuteras olika utgångspunkter för analys av den finansiella elmarknaden, samt en högre ambitionsnivå för den finansiella elmarknaden och behovet av fortsatta studier.*

Det kan konstateras att man kan ha olika utgångspunkt när det gäller ambitionsnivån för den finansiella elmarknaden. En ambitionsnivå är att marknaden ska kunna ge producenter, distributörer och storkonsumenter av el en möjlighet att handla och täcka av risker. Det är i första hand på detta sätt marknaden hittills fungerat. En högre ambitionsnivå är att den finansiella elmarknaden ska utvecklas till en betydligt mer konkurrensutsatt marknad, där andra än producenter och övriga intressenter med anknytning till elmarknaden kan vara intresserade av att handla ur ett rent finansiellt perspektiv. Det skulle betyda att den finansiella elmarknaden utvecklades till en nivå som innebar att rent finansiella investerare såg marknaden som en intressant marknad att delta på, dvs. en nivå som närmar sig hur andra finansiella marknader fungerar.

De bedömningar som görs i föreliggande rapport svarar i första hand mot den första ambitionsnivån. Det är sannolikt så att den finansiella elmarknaden fungerar relativt väl jämfört med många andra råvarumarknader, särskilt jämfört med andra elmarknader. Men det är fortfarande så att det bara finns ett begränsat antal aktörer som inte har intressen i den fysiska elmarknaden som deltar i handeln. Här är det viktigt att framhålla skillnaden mellan slutliga investerare och aktörer som agerar som kommissionärer i handeln. Att det finns investmentbanker som agerar som kommissionärer betyder inte nödvändigtvis att de handlar i egen bok eller att de har finansiella investerare som kunder. När finansiella aktörer diskuteras i rapporten har det inte varit möjligt att göra denna distinktion, vilket innebär att de finansiella aktörernas närvaro är svår att fullständigt tolka.

För att kunna göra en bedömning av vad som skulle kunna medföra en utveckling i linje med den högre ambitionsnivån skulle en mer genomgripande analys av vad som driver prisbildningen på den finansiella elmarknaden behöva göras. Utifrån en sådan analys skulle en bedömning behöva göras av i vilken utsträckning det är möjligt för aktörer utan intressen i elproduktionen att bedöma hur priserna kan komma att utvecklas, och därmed bedöma risker och avkastningsmöjligheter på marknaden. En sådan analys har inte gjorts, vilket sammanhänger med att uppdraget inte omfattar den underliggande marknaden.

Energimarknadsinspektionens rapport om den underliggande elmarknaden innehåller i viss utsträckning en sådan analys, där det framhålls att det finns svagheter vad gäller konkurrensen på marknaden. Dessa svagheter påverkar

naturligen också handeln på den finansiella marknaden, och intresset för finansiella investerare att delta på marknaden. Myndigheternas bedömning är att det är nödvändigt att inom det framtida arbetet med vidareutveckling av handeln med el se på spot- och derivatmarknaderna tillsammans. Såväl teoretiska fundamenta som praktiska erfarenheter från andra finansiella marknader visar att spot- och derivatmarknader är intimt förknippade med varandra.

Mot denna bakgrund går det i dagsläget inte att svara på vad som skulle krävas för att den finansiella elmarknaden skulle utvecklas mot den högre ambitionsnivån. I vilken utsträckning handlar det om att den totala tillgången på information om de faktorer som driver priserna finns tillgängliga för aktörer utanför kretsen av producenter och andra intressenter på elmarknaden (den totala transparensen på marknaden)? I vilken utsträckning handlar det om de problem med hantering av kurspåverkande information hos myndigheter och andra aktörer? Hur mycket påverkar svagheter vad gäller konkurrensen på den underliggande marknaden förutsättningarna för en handel med el som omfattar en bred krets av investerare? Att rena kunskapsbrister inom den finansiella sektorn skulle vara en starkt bidragande förklaring framstår för Finansinspektionen som tveksamt. Om det finns förutsättningar att utveckla nya finansiella produkter och skapa nya avkastningsmöjligheter skaffar sig den finansiella sektorn normalt sett den kunskap som behövs.

Förslagen i rapporten är steg i en riktning som förstärker förutsättningarna för att marknaden ska utvecklas ytterligare. Men som framgått av diskussionen ovan går det inte att säga i vilken utsträckning de är tillräckliga för att höja utvecklingsnivån för marknaden mot den högre ambitionsnivån. Det bör samtidigt framhållas att val av ambitionsnivå är en politisk fråga.

Utifrån Finansinspektionens uppdrag om att verka för stabila finansiella marknader och ett gott konsumentskydd avseende finansiella tjänster går det bra att ha en elbörs som i huvudsak fungerar för elproducenterna. Därför handlar för Finansinspektionens del också frågan om hur tillsynen ska bedrivas och hur hög ambitionsnivån ska vara om hur regeringens uppdrag till Finansinspektionen formuleras.

För att få ett bra beslutsunderlag avseende valet av ambitionsnivå skulle man behöva få svar på frågan om hur stor roll prisbildningen på så väl den finansiella elmarknaden som den underliggande marknaden har för det pris som konsumenterna av el får betala. Energimarknadsinspektionens rapport om den underliggande marknaden utgör ett steg på vägen mot att besvara denna fråga.

Finansinspektionen vill också framhålla att hur marknaden fungerar inte bara handlar om regler, vilket också framgått av diskussionen ovan. Om man vill verka för att en bredare krets av investerare ska handla på marknaden behövs förutom en generellt god transparens avseende de faktorer som driver priserna också sannolikt en stor aktivitet från Nord Pool själv när det gäller att attrahera investorer. På



andra marknader, där börsmedlemmarna i första hand handlar för kunders räkning, finns det starka incitament för börsmedlemmarna att marknadsföra marknaden och attrahera nya investerare. I och med att de dominerande börsmedlemmarna på elmarknaden ingår i koncerner som har intressen som producenter eller distributörer av el, finns inte denna naturliga drivkraft i samma omfattning.

Valet av ambitionsnivå påverkar också förutsättningarna för att få till stånd en självreglering. Om marknaden i första hand som hittills drivs för att underlätta för elproducenter och andra aktörer som är verksamma på elmarknaden, kan självreglering tänkas fungera. Om man däremot vill verka för den högre ambitionsnivån är det tveksamt om självreglering är tillräckligt. När förtroendet för marknaden inte är så stort utanför kretsen av befintliga aktörer är det svårt att med självreglering förstärka förtroendet. Det behövs troligtvis mer kraftfulla ingrepp för att skapa ett förtroende i en vidare krets.

## 9 Handel med utsläppsrätter

*I kapitlet redogörs för utsläppshandeln och utsläppsrätter som finansiella instrument samt prisbildningen och handeln med utsläppsrätter.*

### 9.1 Bakgrund

Genom att ratificera Kyotoprotokollet har EU och dess medlemsstater åtagit sig att, som ett genomsnitt för den första åtagandeperioden 2008-2012, ha minskat utsläppen av sex växthusgaser med åtta procent jämfört med 1990 års nivå. Detta kvantitativa åtagande har genom interna förhandlingar i samband med den s.k. *bördefördelningen* fördelats på nationella nivåer för länderna inom EU-15<sup>72</sup>. De länder som har anslutit sig till unionen sedan dess är alla parter i protokollet och har i allmänhet kvantitativa åtaganden om att begränsa utsläppen även de.

Inom ramen för Kyotoprotokollet finns tre flexibla mekanismer varav en är handel med utsläppsrätter som innebär att ett land har möjlighet att tillgodoräkna sig en utsläppsreduktion som sker i ett annat industrialiserat land med ett kvantitativt åtagande, genom att köpa överlåtbara utsläppsrätter. Därtill finns två projektbaserade flexibla mekanismer som syftar till att man, genom att i projektform vidta åtgärder i andra länder med eller utan kvantitativa åtaganden om utsläppsminskningar, ska kunna tillgodoräkna sig den utsläppsreduktion som uppstår för att uppfylla sina egna åtaganden. Genom den ryska ratificeringen av protokollet i november 2004 var kriterierna uppfyllda för att Kyotoprotokollet skulle träda i kraft, vilket skedde i februari 2005 varpå de anslutna ländernas åtaganden blev bindande.

På våren 2000 antog EU det europeiska programmet mot klimatförändringar (ECCP) inom vilket kommissionen lade fast att handel med utsläppsrätter bör utgöra ett centralt verktyg för att unionen ska kunna uppnå den begränsning av utsläppen som ratificeringen av Kyotoprotokollet innebär<sup>73</sup>. Den 13 oktober 2003 beslutade Europaparlamentet och Europeiska Unionens råd om direktivet (2003/87/EG) om ett system för handel med utsläppsrätter för växthusgaser inom gemenskapen, det s.k. handelsdirektivet. De främsta syftena med direktivet är att bidra till att unionen ska kunna uppfylla sitt åtagande på ett kostnadseffektivt och samhällsekonomiskt effektivt sätt.

Den 1 januari 2005 startade EU:s handel med utsläppsrätter som inledningsvis omfattar utsläpp av koldioxid från ca 12 000 förbränningsanläggningar och energiintensiva industrier inom EU. Systemet omfattar ca 45% av unionens koldioxidutsläpp och inbegriper utsläpp från t.ex. el- och fjärrvärmeproduktion, koksverk, raffinaderier, pappers- och massaindustrin, mineralindustrin samt järn-

---

<sup>72</sup> EU:s beslut (2002/358/EG) om gemensamt fullgörande av unionens åtagande i Kyotoprotokollet

<sup>73</sup> KOM(2000)88slutlig

och stålindustrin. Syftet med denna förberedande treårsfas är förutom att verka för minskade utsläpp även att förvärva tidig erfarenhet av tillämpningen av styrmedlet redan innan den första åtagandeperioden under Kyotoprotokollet som pågår 2008-2012.

## **9.2 Systemets funktion**

De anläggningar som omfattas av handelssystemet måste ansöka om särskilt tillstånd för att få släppa ut växthusgaser inom systemet. Kravet på att inneha ett särskilt tillstånd syftar till att säkerställa att övervakning och rapportering av utsläpp sker på korrekt sätt och uppfyller de krav på noggrannhet som erfordras i en handel med värdepapper där den underliggande varan alltid måste motsvara en väldefinierad mängd utsläpp oavsett från vilken process eller i vilket land utsläppet sker. Deltagande företag kan sedan ansöka om att få gratis tilldelning av utsläppsrättigheter baserat på vissa kriterier. Innehav av en utsläppsrätt medger rätten att släppa ut ett ton koldioxid under en viss period.

Enligt handelsdirektivet ska minst 95% av utsläppsrätterna fördelas utan kostnad till berörda företag under perioden 2005-2007. Motsvarande andel för år 2008-2012 är 90%. Fördelningen av utsläppsrätter måste ske i enlighet med kriterierna i bilaga III till handelsdirektivet och kommissionen har vid två tillfällen meddelat särskilda riktlinjer för tillämpningen av dessa kriterier. Medlemsstaterna ska senast 18 månader innan varje ny period offentliggöra en nationell allokeringsplan i vilken man anger hur stor mängd utsläppsrätter man avser att fördela och principerna för hur tilldelningen ska gå till. Under den inledande perioden har merparten av EU:s länder valt att fördela samtliga utsläppsrätter utan kostnad, undantagen är Danmark, Irland, Ungern och Litauen. För de befintliga anläggningarna har tilldelningen i allmänhet beräknats i proportion till dess historiska utsläpp.

Utsläppsrätter utfärdas till företagen senast den 28 februari varje år, men hur många utsläppsrätter de är berättigade till under perioden skall vara beslutat redan innan den aktuella handelsperioden börjar. Senast den 31 mars ska företaget ha lämnat en utsläppsrapport till tillsynsmyndigheten avseende föregående års utsläpp vilka ska vara verifierade av en oberoende part som är ackrediterad för att utföra sådan uppgift. Utsläppsrätter motsvarande de redovisade utsläppen skall sedan vara överlämnade för annullering senast den 30 april. De utsläppsrätter (EUA) som utfärdas i den inledande handelsperioden kan inte sparas för tillgodogöranden i någon efterföljande period utan är endast giltiga inom den inledande treårsperioden.

Utsläppsrättspriset bestäms genom utbud och efterfrågan på marknaden och motsvarar idealt handelssystemets gemensamma marginalkostnad för utsläppsreduktion. Anläggningar med en reningskostnad som understiger marknadspriset på utsläppsrätter har incitament att minska sina utsläpp istället för att förbruka utsläppsrätter som uppbringar ett högre värde. Detta gäller oavsett om utsläppsrätter måste införskaffas på marknaden eller har tilldelats företaget gratis.

På motsvarande sätt kommer ett företag som har en högre reningskostnad än utsläppsrättspriset hellre att vilja köpa utsläppsrätter än att vidta relativt sett dyrare åtgärder än vad som är nödvändigt. Denna mekanism, som innebär att det alltid är de billigaste åtgärderna som vidtas för att utsläppen ska begränsas till den beslutade nivån, skapar förutsättningar för en god kostnadseffektivitet i handelssystemet. Det miljömässiga utfallet av systemet bestäms uteslutande av den totala mängden utsläppsrätter som länderna utfärdar.

### 9.3 Prispåverkande faktorer

Medan utbudet på utsläppsrätter endast påverkas av den totala tilldelningen i handelssystemet (inkl. andelen auktionerade utsläppsrätter) samt inflödet av krediter från de projektbaserade mekanismerna är de faktorer som påverkar efterfrågan desto fler. Behovet av utsläppsreducerande åtgärder bestäms av storleken på utsläppen i referensscenariot (utan restriktioner) minus den totalt utfärdade mängden utsläppsrätter. Marginalkostnaden för de utsläppsreduktioner som krävs inom systemet bestämmer i sin tur priset på utsläppsmarknaden.

Hur stor mängd utsläppsrätter det totalt sett finns att tillgå i systemet är en av de mest betydelsefulla faktorerna för prissättningen på utsläppsrätter. En generös tilldelning leder till ett större utbud och därmed ett lägre utsläppsrättspris eftersom det minskar behovet av att vidta mer kostsamma utsläppsreducerande åtgärder. Kommissionens arbete med att godkänna de olika ländernas nationella allokeringsplaner (NAP) är en relativt resurskrävande process där många aspekter och intressen måste vägas in. De största nedskalingarna (jämfört med de ursprungligen föreslagna mängderna utsläppsrätter i respektive plan) har inför perioden 2005-2007 skett i Polen, Italien och Tjeckien<sup>74</sup>. Totalt har 14 länder fått sin tilldelning reducerad med sammanlagt 290 MtCO<sub>2</sub> under perioden. Det exakta utbudet av utsläppsrätter beror även på t.ex. vad de olika länderna kommer att göra med eventuellt överblivet utrymme i de reserver för nya deltagare, bonus för kraftvärme, tidiga åtgärder m.m. som länderna har skapat.

Handelssystemets länkning<sup>75</sup> till de projektbaserade mekanismerna (JI och CDM) påverkar marknadspriset på utsläppsrätter (EUA) både genom s.k. institutionella faktorer (t.ex. hur man definierar den kvantitativa begränsningen av i vilken utsträckning man får använda sig av dessa krediter) och marknadsfaktorer (t.ex. skillnaden mellan det europeiska utsläppsrättspriset och till vilken kostnad dessa krediter kan genereras utanför systemet).

Efterfrågan på utsläppsrätter påverkas vidare av väderfaktorer, ekonomisk tillväxt, förändringar i energianvändning, bränslepriser m.m. En kall vinter i Norden ökar

---

<sup>74</sup> Detta säger inget om vilken börda ett land får bära inom handelssystemet utan endast hur mycket den slutliga tilldelningen avviker från vad fördelningsplanen föreslog skulle utfärdas.

<sup>75</sup> Direktiv 2004/101/EG om ändring av direktiv 2003/87/EG om ett system för handel med utsläppsrätter för växthusgaser inom gemenskapen, i överensstämmelse med Kyotoprotokollets projektbaserade mekanismer

behovet av energi för uppvärmning liksom en het sommar i Sydeuropa leder till ökad elförbrukning till följd av ett ökat behov av kylning. Nederbörd och god tillgång på vattenkraft minskar behovet av termisk elproduktion vilket leder till en minskad efterfrågan på utsläppsrätter och därmed lägre marknadspris.

Samtliga anläggningar i systemet har incitament att vidta utsläppsreducerande åtgärder till en nivå där detta inte längre kan göras till ett lägre pris än vad det kostar att köpa utsläppsrätter på marknaden. Det gör att alla anläggningar på sikt kommer att få samma marginalkostnad för utsläppsreduktion. En relativt stor potential för att minska utsläppen i den handlande sektorn finns vid en övergång från kol till naturgas som bränsle i samband med elproduktion. Kostnaden för åtgärden beror till stor del på relativpriset mellan kol och naturgas. För att en sådan övergång ska vara motiverad krävs att den långsiktiga prisskillnaden mellan bränslena (inkl. andra skillnader i anläggningens produktionskostnad) uppvägs av priset på utsläppsrätter. Även andra åtgärder kommer att genomföras vid olika priser för utsläppsrätter enligt principen om att de billigaste åtgärderna vidtas först, men avgörande för utsläppsrättspriset är hur långt man måste minska utsläppen och därmed ta allt dyrare åtgärder i anspråk för att de inte ska överskrida den totala mängden utsläppsrätter i systemet.

Förändringar i systemets omfattning påverkar priset på utsläppsrätter bl.a. genom att den aggregerade marginalkostnadskurvan för utsläppsreduktion får ett annat utseende. På sikt är det troligt att EU:s handelssystem kommer att utvidgas till andra länder med kvantitativa åtaganden enligt Kyotoprotokollet vilket påverkar utbud och efterfrågan och därmed priset på utsläppsrätter. På motsvarande sätt skulle en eventuell utvidgning till andra sektorer och gaser få effekter för hela systemet.

För närvarande är koldioxid den enda växthusgas som ingår i handelssystemet, men det finns möjlighet att även inkludera övriga fem gaser som regleras inom Kyotoprotokollet. Frågan om systemet bör utvidgas till andra sektorer och gaser har behandlats av FlexMex2-utredningen i Sverige och av kommissionen inom ramen för den översyn av direktivet som pågår för närvarande. Under året ska Energimyndigheten behandla denna fråga inom ramen för ett uppdrag om hur EU:s system för handel med utsläppsrätter bör utvecklas efter år 2012.

## **9.4 Handeln i praktiken**

Handeln med utsläppsrätter har pågått sedan år 2004. Initialt handlades enbart OTC<sup>76</sup> med icke standardiserade kontrakt. Den första börsen för utsläppsrätter öppnades av Nord Pool första kvartalet 2005 och följdes av European Climate Exchange (ECX) och andra börser i Europa. Det har under 2005 inte öppnats några nya börser för specifikt handel med utsläppsrätter utan det är redan etablerade el- och bränslebörser som utvidgat sin handel till att även inkludera derivat- och/eller spothandel med utsläppsrätter. Även om ECX förefaller vara

---

<sup>76</sup> Over-the-counter eller bilateral handel

dedikerad till utsläppshandel bör poängteras att handeln på denna börs sker över Intercontinentals Exchanges (ICE) elektroniska handelsplattform. ICE är den största energibörsen i Europa och har sedan tidigare köpt upp International Petroleum Exchange (IPE).

Börshandeln har den fördelen av att köparen/säljaren alltid möter skarpa bud till skillnad från telefonmäkling där varje enskilt kontrakt ofta kräver flera bud fram och tillbaka vilket innebär att transparensen är betydligt lägre. För ett företag som vill göra en större affär kan mäklingen vara att föredra eftersom handel över börs kanske hade krävt en uppdelning i mindre poster och en mer utdragen process där marknadspriset påverkas av den aktuella affären under tiden den genomförs. I takt med att likviditeten på börserna ökar blir det lättare för den aktör som vill göra upp om en större volym till ett enhetligt pris och på kort tid.

Konkurrensen mellan olika börser har varit stor på utsläppsrättsområdet under det inledande året vilket har bidragit till att avgiftsnivåerna har haft en neråtgående trend. Nordpool har för närvarande ett kampanjpris (t.o.m. mars 2006) som innebär att deras medlemmar betalar en handelsavgift på 0,5/1,0 €cent/tCO<sub>2</sub> (spot respektive forward) och 1,0 €cent/tCO<sub>2</sub> för clearing av volymer under 1 MtCO<sub>2</sub><sup>77</sup>. Nordpools handelsavgift var tidigare 3,0 €cent/tCO<sub>2</sub>. Hos ECX är handelsavgiften 2,0 eller 2,5 €cent/tCO<sub>2</sub> beroende på om man är ICE Futures medlem eller inte. I praktiken kan avgiften variera mellan olika klienter eftersom det ibland är en enskild överenskommelse mellan börserna/mäklaren och medlemmen. Det är troligt att avgifterna kommer att fortsätta minska i takt med att marknaden växer.

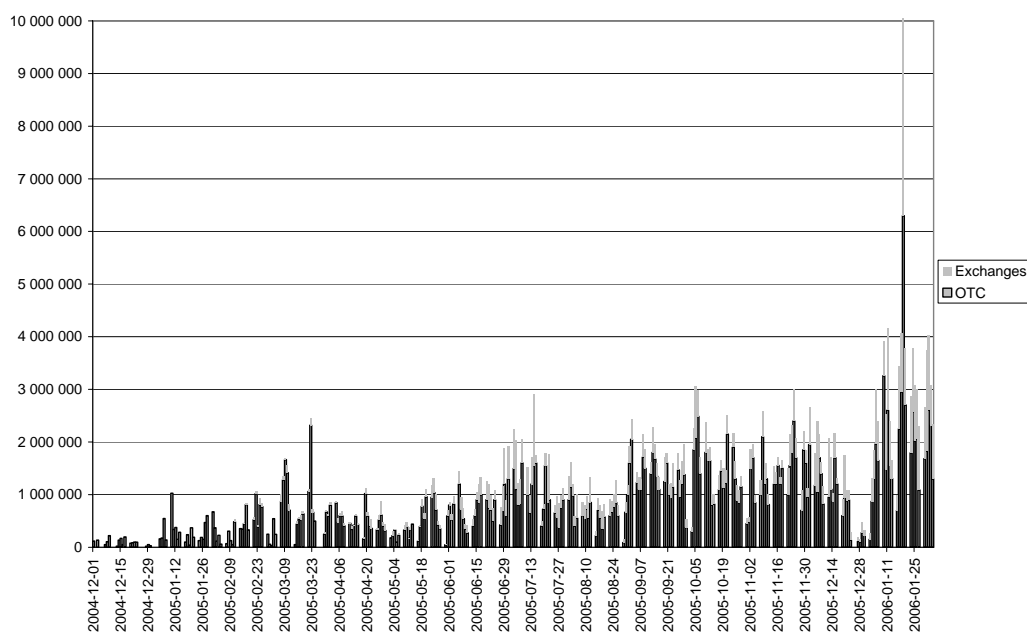
Under 2005 har volymen i handeln med utsläppsrätter ökat betydligt. De två tillfällen då ökningen i volym har bromsats upp har infallit under sommaren då aktiviteten hos handlarna av naturliga skäl minskar i intensitet samt efter den stora leveransen av decemberkontrakten. Börshandeln har ökat i takt med att fler börser har öppnat för handel med utsläppsrätter men stabiliserades efter sommaren på en relativt jämn nivå med volymer om cirka 6 000 000–7 000 000 utsläppsrätter (ton CO<sub>2</sub>) per månad.

Under inledningen på 2006 har likviditeten på den europeiska utsläppsmarknaden uppvisat höga nivåer och januari inrymde nio av de tio mest handelsintensiva dagarna sedan starten av systemet<sup>78</sup>. En annan trend är att andelen avslut över börs har tagit andelar från mäklare och den bilaterala handeln, se Figur 15.

---

<sup>77</sup> <http://www.nordpool.com/products/CO2/Rulebook/New/FeesEUA.pdf>

<sup>78</sup> Point Carbon, Carbon Market Europe, 3 februari 2006

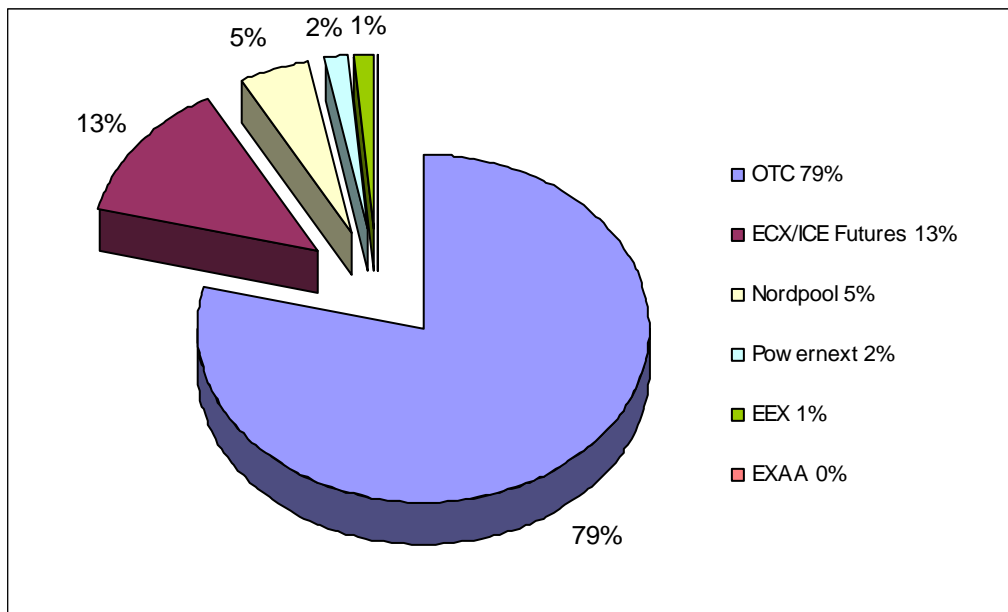


**Figur 15.** Omsättningen av utsläppsrätter uppdelat på all börs- och OTC-handel inom EU ETS<sup>79</sup>.

Totalt omsattes över 260 miljoner utsläppsrätter (EUA) år 2005. Volymerna innefattar dock bara handel som skett över börs och OTC via mäklare. Ren bilateral handel är inte upptagen i sammanställningen pga. svårigheten att överskåda den exakta omfattningen av sådana affärer.

Trots att Nord Pool öppnade sin börs för utsläppsrätter först skede bara 5 procent av all handel där under 2005, se Figur 16. En klar majoritet av all handel sker OTC och under 2005 stod den för närmare 80 procent av all handel. Siffrorna för OTC inkluderar den handel som har blivit clearad via Nordpool och ECX

<sup>79</sup> Point carbon



**Figur 16:** Fördelningen av handeln år 2005 på de olika handelsplatserna <sup>80</sup>

Framöver kommer börsfloran också utökas med den polska elbörsen POEE samt den italienska motsvarigheten IPEX. POEE tänker lansera både spot och forward produkter när det polska registret är på plats. Italienska IPEX siktar på att starta handel med utsläppsrätter i början av 2006. En ny förmedlarägd börs (Komodnitá Burza Bratislava) i Slovakien startade med spothandel i december 2005.

Eftersom utfärdande och redovisning av utsläppsrätter sker periodiskt med ett års mellanrum finns egentligen endast ett begränsat behov av kontinuerlig spothandel. Det viktiga för köparen är att utsläppsrätter finns fysiskt på kontot i tid inför det överlämningsstillfälle som sker i april varje år och fram till dess är det i allmänhet inte särskilt attraktivt att förfoga över en stor lagertillgång. De tillståndspliktiga företagens behov av spothandel kan därför förväntas vara störst under det första kvartalet då de måste justera sina innehav inför den redovisning av utsläppsrätter motsvarande föregående års utsläpp som sker i april.

Även de olika ländernas principer för tilldelning av utsläppsrätterna kan ha en viss betydelse för aktiviteten på marknaden. I den inledande perioden 2005-2007 har de flesta länder tillämpat olika former av utsläppsbaserade principer som medför att rätterna i stor utsträckning allokeras dit de största utsläppen sker. Det betyder att många av företagen redan initialt förfogar över en mängd utsläppsrätter som uppgår till deras förväntade behov. Förutom att tilldelningen är utsläppsbaserad bidrar även det faktum att utsläppsrätter kommer att ha utfärdats två gånger (feb 2005 och feb 2006) innan det är dags att redovisa utsläppsrätter för första gången (april 2006) avseende 2005 års utsläpp. På det hela innebär det att företagen ännu inte måste vara aktiva på marknaden av fullgörandeskäl. Företag som känner en

<sup>80</sup> Point Carbon och ECX



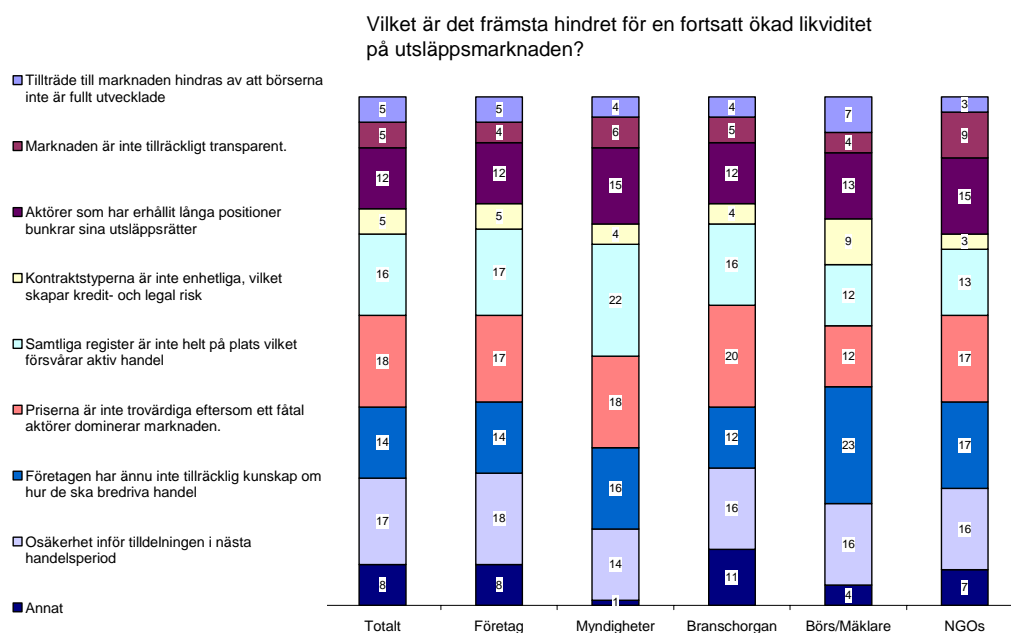
viss osäkerhet inför den nya markanden upplever kanske därför att de har tid på sig att avvakta och följa utvecklingen både avseende utsläppsrappriset och sitt eget faktiska behov av utsläppsrapprätter.

Genom att relatera den observerade handeln (ca 2-4 MtCO<sub>2</sub>/dag<sup>81</sup>) till den totala mängden utsläppsrapprätter som finns utfärdad i systemet (ca 2 200 MtCO<sub>2</sub>/år) fås en uppfattning om den momentana omsättningen på de utsläppsrapprätter som finns på marknaden. Uttryckt som ett genomsnitt kommer det i hela EU:s handelssystem att förbrukas utsläppsrapprätter (EUA) motsvarande ca 6 MtCO<sub>2</sub>/dag under den inledande perioden 2005-2007. Det betyder att den hastighet med vilken utsläppsrapprätter omsätts på marknaden för närvarande är ungefär hälften så stor som förbrukningstakten. Som en jämförelse kan nämnas att handeln med finansiella elderivat på Nord Pool-börsen var 757 TWh (plus 1207 TWh clearing) år 2005 att jämföra med elförbrukningen i det nordiska elsystemet som uppgick till 393 TWh under samma tid.

EG-kommissionen har inför sin översyn av direktivet låtit McKinsey och Ecofys göra en undersökning bland företag och andra aktörer med anknytning till handelssystemet. En av frågorna som behandlades i studien var orsaker som skulle kunna hindra en fortsatt ökad likviditet på utsläppsmarknaden. De mest frekvent förekommande svaren från de drygt 300 respondenterna var att ett fåtal aktörers dominans på marknaden, förekomsten av icke operativa register samt osäkerhet om tilldelning och praktisk handel var de mest betydelsefulla faktorerna, se Figur 17. Det är i sammanhanget värt att notera att intervjuerna genomfördes under perioden juni till september 2005, dvs. efter endast ett drygt halvårs erfarenhet av handelssystemet. Sedan dess har många nya register tagits i drift och betydligt fler företag har blivit aktiva på marknaden.

---

<sup>81</sup> Genomsnitt för januari 2006



**Figur 17** Olika aktörers uppfattning om vad som skulle kunna begränsa likviditeten på marknaden för utsläppsrätter inom EU. Underlag till EG-kommissionens översyn av direktivet om ett system för handel med utsläppsrätter<sup>82</sup>.

#### 9.4.1 Rapportering

Svenska värdepappersföretag behöver inte rapportera avslut i handel med utsläppsrätter till Finansinspektionen. Siffrorna över den totala handeln med utsläppsrätter baseras istället på uppgifter sammanställda av nyhetsförmedlare som ringer runt till mäklare och börser i Europa för att få en bild av handeln. I och med att Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG (MiFID) implementeras i lagstiftning finns det dock möjlighet att svenska instituts handel med derivat för utsläppsrätter som är noterade på exempelvis Nord Pool kommer att rapporteras via Finansinspektionen till norska Kredittilsynet.

#### 9.4.2 Produkter

De produkter som handlas med skiljer sig åt mellan börserna. På ECX handlar man med Futures och på Nord Pool handlar man i Forward kontrakt (eller spot). Skillnaden består i att man för Futures använder löpande avräkning. Att börserna tillhandahåller olika kontraktstyper beror främst på att det är skillnad på typ av medlemmar på de respektive börserna. På ECX finns flera stora finanshus medan medlemmarna på Nord Pool främst är kraftbolag och andra tillståndspliktiga företag. Denna grova jämförelse är dock inte något tecken på vilka aktörer som är mest aktiva på respektive börs eftersom det är möjligt för utomstående företag att

<sup>82</sup> Review of the EU ETS, survey highlights, EG-kommissionen, november 2005

handla via medlemmarna. Många aktörer som energibolag och oljebolag handlar på ECX via bland annat banker som är medlemmar på börsen.

**Tabell 3:** Utsläppsrättsbörser i Europa och de produkter som de tillhandahåller.

Börs	Typer av kontrakt
ECX	Futures
Nord Pool	Forwards, Spot
EEX	Futures, Spot
Powernext	Spot
EXAA	Spot
Climex	Spot

#### - Spothandel

På en spotmarknad görs affären upp direkt efter att köparen och säljarens bud har mött med varandra med omedelbar fysisk leverans. I praktiken överförs dock de avtalade utsläppsrätterna och motsvarande köpeskilling i allmänhet mellan de båda parternas konton dagen efter uppgörelsen precis som på elspotmarknaden.

Generellt sätt finns det bara två anledningar till att handla på spotmarknaden. Den första är för att täcka behovet av utsläppsrätter för att klara det årliga fullgörandet. Den andra är när det finns arbitrage vinster att tjäna på skillnaden i kurs mellan spot och futures/forwards.

#### - Forwardkontrakt

Forward kontraktet är ett avtal om att vid en bestämd tidpunkt köpa eller sälja ett antal utsläppsrätter till ett bestämt pris. Kontrakten är standardiserade med förbestämda datum för överföring av utsläppsrätterna. Idag handlas det i kontrakt på Nord Pool med leverans av utsläppsrätter 1 december 2006–2012 samt 1 mars 2006–2012. I praktiken handlas de kontrakt som gäller leverans i åtagandeperioden 2008-2012 mycket sällan. Pengar behöver inte byta hand förrän tidigast tre dagar innan sista handelsdag. Nord Pool har skapat ett system som ger incitament till tidig leverans av utsläppsrätter genom att den säkerhet som säljaren sätter in ökar kraftigt ju närmare leveransdag man kommer. Orsaken är att priset blir mer volatil ju närmre leveransdatumet man kommer och att det reducerar den kreditrisk som clearinghuset tar.

#### - Futurekontrakt

Ett futurekontrakt är även det ett avtal om att vid en bestämd tid köpa eller sälja ett antal utsläppsrätter till ett bestämt pris. Skillnaden mot de forwardskontrakt som handlas på Nord Pool är att det för de futures som handlas på ECX sker avräkning löpande mot kursen dag för dag.

Vid upprättande av kontraktet skall både köpare och säljare föra över en säkerhet till ett konto hos clearinghuset. Säkerheten baseras på kontraktsstorleken. Vid en kursnedgång flyttas skillnaden mellan dagens kurs och gårdagens kurs från köparens säkerhetskonto till säljaren. Vid sista handelsdag för kontraktet betalar sedan köparen kostnaden för att köpa hela mängden utsläppsrätter till dagens kurs. Denna summa tillsammans med nettorörelsen mellan säkerhetskontoerna är densamma som det initialt överenskomna priset för kontraktet.

Normalt sett brukar även skillnaden mellan forward och futures vara att den förstnämnda handlas OTC och den sistnämnda på börs. Detta eftersom forwards brukar vara icke standardiserade kontrakt. Nord Pool har trots det valt att kalla produkten för forwards primärt på grund av att betalning sker slutet av kontrakten.

På ECX handlas inte bara årskontrakt utan även kvartalskontrakt med leverans i mars, juni, september och december.

För närvarande erbjuder alla börser spothandel utom ECX. Spothandel kräver att säljare har tillgång till utsläppsrätterna vilket derivathandeln inte alltid kräver. En verksamhetsutövare kan utan problem ingå ett kontrakt om att sälja hela sin tilldelning för 2007 i forward- eller futurekontrakt. En förutsättning är dock att säljaren har utsläppsrätter på sitt konto vid handelsdagen<sup>83</sup>. En av anledningarna till att så få central och östeuropeiska aktörer ännu inte har varit så aktiva på marknaden sägs vara att man favoriserar spothandel framför derivathandel.

Det faktum att de finansiella kontrakt som handlas vid börserna innehåller krav på fysisk leverans av utsläppsrätter kan mot bakgrund av ovanstående ha haft en viss hämmande effekt på handeln. Denna risk har dock minskat i samband med att det har etablerats clearingtjänster. Om marknaden ändå har ett behov av en helt finansiell produkt är det rimligt att någon av börserna kommer att börja tillhandahålla det. Det skulle förmodligen underlätta för aktörer som inte har konto i något av registren men ändå vill handla direkt med de finansiella kontrakten för utsläppsrätter. För närvarande gäller dock att även de som handlar med derivat måste ha ett konto i något av de nationella registren. Alla fysiska och juridiska personer kan välja att öppna ett personligt transaktionskonto i något av registren oavsett var de har sin hemvist.

#### **9.4.3 Aktörer**

Aktörer på den finansiella utsläppsrättsmarknaden kan delas upp i två huvudgrupper. Företag som omfattas av tillståndsplikt i systemet (den handlande sektorn) samt rent finansiella aktörer. Aktivitetsnivån skiljer sig också åt inom den handlande sektorn mellan de större energibolagen och industrin. Skillnaden består i den erfarenhet som energibolagen har från den finansiella elhandeln men också på vilket sätt produktionen planeras. För berörda företag i energisektorn är priset på utsläppsrätter en av de mest betydelsefulla insatsfaktorerna för produktionen.

---

<sup>83</sup> Översättning från engelskans Trading Day/Expiry Day. Dagen då utsläppsrätter överförs och betalning sker.

En elproducent kan alltid välja att inte producera om kostnaden för produktionen överstiger kostnaden att köpa elen på marknaden. Produktionsplaneringen kan alltså kortsiktigt ändras om bränslepriser eller utsläppspriser skiftar. Ett företag inom till exempel stål eller pappersmassaindustrin har inte samma möjlighet att förändra produktion på kort sikt. Inom industrin är produktionsplanerna mer långsiktiga och utsläppsrätter behandlas snarare som ett i raden av alla kostnader i produktionen. De personer som har intervjuats inom ramen för detta uppdrag ger en bild av att utsläppsrätter hanteras av inköpsavdelningar hos industrin medan de större energibolagen håller sig med trading-avdelningar.

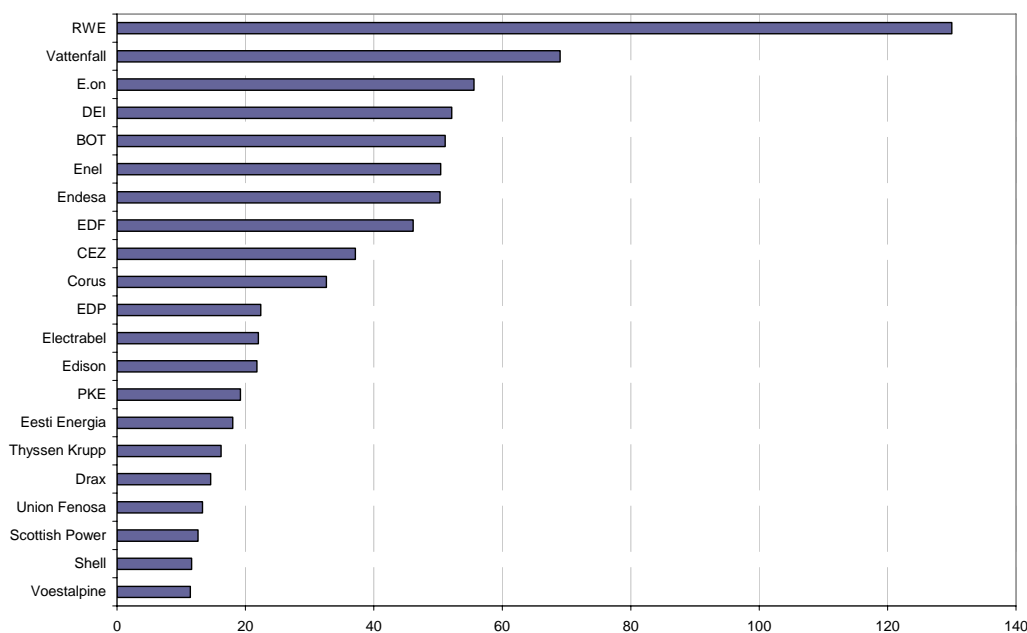
År 2004 genomförde PricewaterhouseCoopers en undersökning av bland annat strategisk hantering av utsläppshandelssystemet hos ett antal större industrikoncerner i Europa. De flesta av de svarande i undersökningen hade för avsikt att handla i syfte att minimera kostnaden för fullgörandet i systemet. Detta skulle ske genom att på europeisk eller regional nivå sätta upp småskaliga trading-avdelningar, använda kombinationer av forward/future-kontrakt och spothandel och handla periodvis. Resterande hade bara för avsikt att handla för att klara av fullgörandet, genom spothandel en gång per år skött på anläggningsnivå<sup>84</sup>.

Eftersom utsläppsrättspriset i stor utsträckning påverkas av samma faktorer som elpriset är det naturligt att energibolagen har lättare än andra aktörer att agera på utsläppsrättsmarknaden. Trots att tillverkningsindustrin har erfarenhet från finansiell handel på grund av behovet av att skydda sig mot till exempel valutarisker och råvarupriser innebär utsläppsrättsmarknaden ny mark. Det upplevs som lättare att täcka sitt behov och sedan avvakta. Vissa handlare som intervjuats till denna rapport anger även att viss återhållsamhet kan förklaras av osäkerheter kring regler i systemet för bland annat redovisning, övervakning och verifiering.

Utöver de aktörer som ingår i handeln med utsläppsrätter på grund av att de har anläggningar som omfattas av handelsdirektivet (dvs. tillståndspliktiga) finns det en hel del rent finansiella aktörer på marknaden. Av de medlemmar som finns på ECX är en majoritet finanshus som utvidgat sin portfölj och sitt medlemskap till att även omfatta utsläppsrätter eftersom de redan varit medlemmar på börsen och handlat i andra råvaruderivat. Förutom att agera ombud åt andra aktörer genomförs även en del spekulativ handel i syfte att tjäna pengar på kursrörelser.

---

<sup>84</sup> PriceWaterhouse Coopers, Responding to a changing environment, Applying emissions trading strategy to industrial companies, mars 2005



**Figur 18** Årlig tilldelning av utsläppsrätter (EUA) till vart och ett av de tjugo företag som har fått störst gratis tilldelning av utsläppsrätter i det europeiska handelssystemet år 2005-2007

Figur 18 visar de företag som har fått störst tilldelning av utsläppsrätter inom EU:s system för handel med utsläppsrätter under den inledande perioden 2005-2007. De tjugo företagen i sammanställningen får sammanlagt en tilldelning på ca 760 MtCO<sub>2</sub>/år, vilket är drygt en tredjedel av den totala mängd EUA:er som årligen utfärdas i systemet under samma period (ca 2 200 MtCO<sub>2</sub>). Den största enskilda tilldelningen tillskrivs RWE som erhåller 130 MtCO<sub>2</sub>/år eller motsvarande ca 6 procent av den totala mängd utsläppsrätter som utfärdas i samtliga länder. Vattenfall får drygt hälften så många utsläppsrätter som RWE men kommer ändå på andraplats i rangordningen över vilka företag som får störst gratis tilldelning av utsläppsrätter i Europa.

Värt att notera är att nästan samtliga företag i sammanställningen (17 av 21) är stora energibolag. I vilken utsträckning dessa bolag, trots den stora tilldelningen, har en brist på utsläppsrätter eller inte varierar kraftigt från företag till företag<sup>85</sup>. I inledningen, när ännu inte någon omfördelning av utsläppsrätterna har skett genom handel med dessa, har reglerna för den initiala allokeringen år 2005-2006 föranlett att inget företag har mer än 6 procent av den totala volymen på marknaden<sup>86</sup>. Detta talar för att marknaden har ett relativt lågt Hirschman-Herfindahl index.

<sup>85</sup> PricewaterhouseCoopers / Enerpresse, Facteur carbone européen, november 2005

<sup>86</sup> I praktiken utfärdades inte alla utsläppsrätter samtidigt till marknaden och handeln mellan företag påbörjades redan innan systemet inleddes.

## 9.5 Hantering av information

Den europeiska marknaden för handel med utsläppsrätter omfattar inledningsvis 25 länder och drygt 12 000 anläggningar. Omfattningen förväntas öka då fler länder kommer att ansluta sig till systemet och EG-kommissionen för närvarande ser över möjligheten att inkludera fler verksamheter och utsläpp. Förändringar i driften av en enskild anläggning har mot bakgrund av marknadens storlek en närmast försumbar inverkan på prisbildningen, även om det i tider av extremt låg likviditet vid uppstarten av systemet inte går att utesluta att vissa företag skulle kunna ha förmåga till prispåverkan. Information om tillfälliga driftavbrott och andra produktionsstörningar har därför inte lika avgörande betydelse som på de mer regionala marknaderna för elektricitet inom vilka det inte sällan förekommer indelning i prisområden som kan göra sådan information särskilt värdefull. En viktig omständighet att beakta i en sådan jämförelse är att elen i princip inte är lagringsbar utan måste konsumeras (och prissättas) i samma ögonblick som den produceras.

Många aktörer på marknaden har endast begränsad kapacitet att bilda sig en egen uppfattning om vad som är ett korrekt marknadspris utifrån det stora antal faktorer som påverkar utsläppsrättspriset. Det kan göra att vissa undviker att delta aktivt i handeln för att därigenom slippa spekulera i priset. Att inte göra någonting är dock förknippat med en ekonomisk risk även det. Innan utsläppsmarknaden har etablerats som en naturlig del i företagens verksamhet och det finns mer praktisk erfarenhet av systemet kan mer eller mindre välgrundade marknadsanalyser och uttalanden från olika bedömare påverka prisutvecklingen. Att genom ryktesspridning försöka påverka marknadspriset att i någon riktning är inte tillåtet enligt lagen om marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

I Sverige är utöver regeringskansliet ett flertal myndigheter inblandade i implementeringen av handelssystemet samt framtagandet av Sveriges allokeringsplaner. I varierande grad involverar detta arbete marknadspåverkande information. Utöver en allmän uppmärksamhet på vikten av sådan information bör den offentliga förvaltningen ha rutiner för hantering av sådan information. Om myndigheter och departement skulle sprida information på ett otillbörligt sätt finns det risk att det påverkar effektiviteten på den finansiella marknaden.

De flesta företag och handlare som Energimyndigheten har varit i kontakt med verkar vara av uppfattningen att information från kommissionen i samband med beslut om ländernas fördelningsplaner, offentliggörandet av riktlinjer m.m. har hanterats på ett neutralt och bra sätt. Man förutsätter att regeringen och myndigheter har särskilda policier för hantering känslig information eftersom de politiska beslut som omgärdar systemet har en fortsatt stor potentiell påverkan på marknaden.

## 9.6 Handelshinder

Senast den 28 februari varje år skall företagen i den handlande sektorn tilldelas utsläppsrätter. I många länder har denna process försenats på grund av att register inte varit operativa eller att nationella allokeringsplaner inte varit godkända. Stora länder som Polen och Italien har i februari 2006 ännu inte utfärdat utsläppsrätter avseende år 2005 till sina företag. Dessa två länder står ensamt för drygt en femtedel av den årliga tilldelningen inom EU:s handelssystem. Trots att frånvaron av ett operativt register inte hindrar företag från att handla utsläppsrättsderivat omöjliggörs den fysiska leveransen av utsläppsrätter. Utöver de företag till vilka utsläppsrätter ännu inte har utfärdats påverkas även clearinghusen som tar motpartsrisk i handeln. Osäkerheten rör alltså inte bara huruvida säljaren kan prestera utsläppsrätter utan också regeringars och myndigheters förmåga att lösa allokeringsplanstvister och operationalisera sina register.

I den EU-förordning som reglerar registren framgår det att registeradministratören skall vidtaga alla rimliga åtgärder för att göra registret tillgängligt 24 timmar om dygnet 7 dagar i veckan<sup>87</sup>. I Sverige behöver registeradministratören (STEM) även beakta 8 kap 9§ i Lag (2004:1199) om handel med utsläppsrätter som anger att den som lider ekonomisk skada på grund av tekniskt fel i registret har rätt till ersättning från staten. Detta borgar för att STEM anstränger sig för att minimera förekomsten av fel i registret. Samma möjlighet till skadestånd finns dock inte i alla medlemsländer. Utan en stor risk för skadeståndsskyldighet finns inte samma drivkraft att till det yttersta försäkra sig om att registret är tillgängligt. Företag involverade i handeln gav sken av betydande oro för hur registren skulle klara decemberkontraktens leverans 2005. Om det skulle uppkomma problem i något av registren under en period där stora mängder utsläppsrätter skall flyttas finns det en risk att marknadens förtroende för säkra leveranser av utsläppsrätter minskar.

## 9.7 Utsläppsrätternas legala status

Utsläppsrätternas legala status skiljer sig åt beroende på vilket sammanhang de sätts. I proposition 2004/05:18 ”Handel med utsläppsrätter II” framgår att utsläppsrätter skall betraktas som finansiella instrument. Utsläppsrätterna faller dock inte in under den normala definitionen av finansiella instrument både ur redovisnings- och också mervärdesbeskattningshänseende.

Trots att Inkomstskattelagen (1999:1229) definierar gratis tilldelade utsläppsrätter som lagertillgångar är inte redovisningsregler klara och det saknas en internationell standard för hur redovisningen av utsläppsrätter skall gå till. Detta förändrar inte regler för handeln och tillsynen av densamma utan berör snarare förutsättningarna för handeln. Om reglerna för bokföring är oklara kan det ha en

---

<sup>87</sup> Kommissionens förordning (2216/2004) om ett standardiserat och skyddat registersystem i enlighet med Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/87/EG och Europaparlamentets och rådets beslut nr 280/2004/EG



negativ påverkan på företags vilja att agera på marknaden. Denna påverkan skall dock inte överdrivas eftersom redovisningsklarheterna rör tillgången av utsläppsrätter och inte försäljning. Eventuella negativa effekterna på handeln är snarare beroende på psykologiska faktorer där en osäkerhet i vissa delar av hanteringen av utsläppsrätter sprids till hela hanteringen.

## **9.8 Tillsyn på utsläppsmarknaden**

Formerna för tillsyn på utsläppsmarknaden i de olika länderna har ännu inte etablerats helt. Dit hör att utsläppsrätterna inte betraktas som finansiella instrument i alla länder. För att tillsynen ska ske effektivt krävs harmoniserade lösningar istället för ensidiga krav som endast riskerar att flytta på handeln till andra platser alternativt minska attraktiviteten att handla över börs.

Införandet av handelssystemet har medfört delvis nya förutsättningar på de europeiska elmarknaderna. Det finns därför ett behov av att försäkra sig om att marknaderna fungerar effektivt tillsammans och att anpassa tillsynen på respektive marknad därefter. I Tyskland inledde den federala kartellmyndigheten under året en utredning mot några av landets största kraftbolag. Bakgrunden är de reaktioner som har uppstått till följd av den kraftiga ökningen i priset på den tyska elmarknaden och det faktum att företagen övervältrar kostnaden för utsläppsrätter på kundens elpris trots att dessa har tilldelats företagen gratis av staten.

## **9.9 Utsläppshandel och elmarknaden<sup>88</sup>**

Införandet av EU:s handelssystem för utsläppsrätter har inneburit en av de största förändringarna på den nordiska elmarknaden sedan avregleringen. Utsläppsrätter är en betydelsefull insatsfaktor vid elproduktion i hela Europa. Även i ett område som den nordiska elmarknaden där inslaget av fossilbränslebaserad produktion är relativt begränsad får utsläppsrätterna ett betydande genomslag på elpriset vilket är en konsekvens av den marginalprissättning som tillämpas. Under större delen av året, och särskilt under vinterhalvåret, utgörs produktionen på marginalen av koleldad kapacitet i Danmark, Finland, Tyskland eller Polen.

Graden av övervältring av utsläppsrättskostnaden på elpriset beror på en mängd olika faktorer. Utsläppsrätterna har en alternativkostnad som innebär att företag i princip alltid måste överväga möjligheten att sälja utsläppsrätterna på marknaden istället för att förbruka dem. Det betyder att den marginalproducerande enheten, som per definition har högst produktionskostnad, i allmänhet måste få ersättning för hela värdet av de förbrukade utsläppsrätterna för att inte hellre avstå från att producera. Det gäller oavsett om dessa rätter har tilldelats gratis av staten eller införskaffats på marknaden. Hur stort genomslaget blir i praktiken påverkas dock av faktorer som t.ex. den aktuella marknadsstrukturen, elasticiteten i efterfrågan, omflyttningar i utbudskurvan, hur pass avreglerad marknaden är och reglerna för

---

<sup>88</sup> Se även Energimyndighetens rapport Prisutvecklingen på el och utsläppsrätter samt de internationella bränslemarknaderna, ER 2005:35

tilldelning åt nya deltagare. Flera analyser har gjorts för att beräkna graden av genomslag på elpriset och det mesta tyder på att effekten av utsläppspriset är lägre i Norden än på de kontinentala elmarknaderna.<sup>89,90</sup>

Vid sidan av de traditionella faktorerna har utsläppspriset dykt upp som ytterligare en betydelsefull faktor att ta hänsyn till för prissättningen på el. Till skillnad från tidigare påverkas elpriset även av förhållanden i avlägsna delar av Europa och utvecklingen i sektorer som normalt sett har relativt begränsad anknytning till elmarknaden. Handeln med utsläppsrätter har därför inneburit att elmarknaden har blivit mer komplex. Denna omständighet kan i sig bidra till en minskad benägenhet för vissa finansiella aktörer att engagera sig på elmarknaden vilket riskerar att ha en negativ inverkan på omsättningen i värdepappershandeln.

Det faktum att kostnaden för de förbrukade utsläppsrätterna i stor utsträckning övervältras på elpriset, trots att de till största delen har tilldelats företagen gratis, är i sig inte något tecken på att konkurrensen skulle vara bristfällig. Det är istället ett resultat av att utsläppsrätter har en alternativkostnad i produktionen oavsett hur företaget har kommit över dessa och principen om marginalprissättning som innebär att elpriset bestäms av kostnaden för det dyraste produktionsslag som måste tas i anspråk för att tillgodose efterfrågan på elektricitet.

Det finns trots detta anledning att se över de nuvarande principerna för gratis tilldelning av utsläppsrätter. För närvarande sker en stor förmögenhetsöverföring till kraftbolagen i form av att de blir dubbelt kompenserade för sitt behov av att redovisa utsläppsrätter. De kraftverk vars produktion ger upphov till utsläpp av koldioxid får ersättning för sina ökade (faktiska eller alternativ-) kostnader dels genom att utsläppspriset i betydande utsträckning övervältras på elpriset och dels genom att de får största delen av sitt behov av utsläppsrätter tilldelat gratis. Den största förtjänsten uppstår emellertid inom den icke-förbränningsbaserade elproduktionen som har låg produktionskostnad och inte ger upphov till några koldioxidutsläpp, men får del av det högre elpriset. Helt koldioxidneutral produktion (kärn- och vattenkraft) dominerar den svenska elproduktionen.

Ett tillkortakommande i handelssystemet är för närvarande är att det endast omfattar enheter inom Europa. Detta är emellertid ett problem främst för den tillverkande industrin som är utsatt för utomeuropeisk konkurrens. De har inte sällan svårighet att övervältra utsläppskostnaden på sina kunder utan att förlora konkurrenskraft samtidigt som ofta drabbas av att både behöva redovisa utsläppsrätter för egen del och betala ett högre elpris. En allmän trend i Europa är därför att man vid tilldelningen av utsläppsrätter är mer restriktiv mot anläggningar i energisektorn jämfört med industrin.

---

<sup>89</sup> Energy research Centre of the Netherlands, *CO<sub>2</sub> price dynamics: The implications of EU emissions trading for the price of electricity*, 2005

<sup>90</sup> ILEX Energy Consulting, *Impact of the EU ETS on European electricity prices*, 2004

Det enskilda landets frihetsgrader att utforma en annan uppsättning fördelningsprinciper begränsas inte minst av behovet att upprätthålla likvärdiga villkor vid nyinvestering i förhållande till situationen i de angränsande länder med vilka vi delar samma elmarknad. Gratis tilldelning av utsläppsrätter kan därför behöva tilldelas nya deltagare, trots att det enligt teorin inte är nödvändigt eftersom det dels inte finns något generellt kompensationsbehov och dessutom riskerar att leda till investeringsbeslut där man inte har anledning att beakta utsläppsrätternas värde i samma utsträckning. Om man därutöver väljer att tillämpa ett auktionsförfarande för en viss del av utrymmet skulle det frigöras betydande resurser som kan användas för att t.ex. kompensera de som drabbas av högre kostnader till följd av systemet och som har svårt att värja sig mot dessa.

---

En begränsning i handeln med utsläppsrätter är att handelsperioderna är korta, vilket innebär att det är svårt att förutse den långsiktiga ambitionen i systemet och vilken tilldelning ett företag kan räkna med ens på relativt kort sikt. Från och med år 2008 kommer det dock att vara möjligt att spara utsläppsrätter mellan olika handelsperioder, vilket underlättar företagets möjlighet att planera sin investering. Det är troligt att företag i energisektorn överhuvudtaget inte räknar med någon gratis tilldelning i senare handelsperioder när de står inför ett investeringsbeslut, men de behöver inte desto mindre ha en god uppfattning om förväntat elpris och utsläppsrättspris. För de rent finansiella handlarna är de relativt korta handelsperioderna förmodligen inte något större problem eftersom deras verksamhet bygger på andra affärsmässiga grunder och situationen ser likadan ut för alla liknande aktörer.

Utsläppshandelssystemet har medfört en större volatilitet i elpriset till följd av en ökad skillnad i produktionskostnad mellan olika produktionsslag och att de faktorer som påverkar elpriset i vissa fall samtidigt påverkar utsläppsrättspriset i samma riktning. Under den inledande handeln år 2005 har dessutom själva utsläppsrättspriset fluktuerat kraftigt till följd av stora osäkerheter på marknaden och en förhållandevis begränsad omsättning. Den osäkerhet som har funnits på utsläppsmarknaden har därmed fortplantat sig till elmarknaden. Stora variationer i elpriset kan vidare göra riskaverta finansiella investerare mindre benägna att delta i handeln. Samtidigt får de aktörer som har ett fysiskt behov av att riskhantera än större anledning att prissäkra sin planerade elhandel.

I ett initialt skede av utsläppshandeln skulle det kunna finnas viss möjlighet för stora aktörer att påverka prisbildningen på elmarknaden genom hur de väljer att agera på den utvecklade utsläppsmarknaden. Om så vore fallet torde problemet ändå vara övergående då utsläppsmarknaden är mer internationell än elmarknaderna och omsättningen fortsätter att intensifieras.

## **9.10 Slutsatser**

Införandet av EU:s system för handel med utsläppsrätter har inneburit en av de största förändringarna på elmarknaden sedan avregleringen. Till skillnad från

tidigare finns nu ett pris för utsläpp av koldioxid i samband med produktion av elektricitet, vilket får betydande påverkan på elpriset då fossilbränslebaserad kondenskraft under en stor del av året bestämmer det nordiska systempriset enligt principen om marginalprissättning.

Priset på utsläppsrätter styrs av utbud och efterfrågan på marknaden. Även om regionala väder- och nederbördsfaktorer är mycket viktiga även för utsläppsmarknaden påverkas elpriset indirekt även av utvecklingen i helt andra sektorer och länder inom ramen för handelssystemet. Både den ökade komplexitet som detta i någon mån har bidragit till och den osäkerhet som i ett initialt skede finns på en ny utsläppsmarknad fortplantar sig till elmarknaden vilket dels kan göra rent finansiella aktörer utan djupare kunskap om prisbildningen mindre benägna att delta i handeln och dels göra aktörer med behov av fysisk riskhantering intresserade av att prissäkra sin elhandel i större utsträckning.

EU:s system för utsläppshandel har funnits i drygt ett år och har sedan starten haft en stadigt tilltagande omsättning. Det har etablerats ett flertal börser på vilka det handlas standardiserade produkter som på senare tid har tagit andelar från OTC-marknaden. Utsläppsmarknaden uppvisar en rad egenskaper som ökande aktivitet på marknaden, antalet marknadsplatser m.m. vilket kännetecknar en marknad under uppbyggnad. Detta trots begränsande faktorer såsom försenade driftstartar av vissa nationella register och ofullständigt utfärdande av utsläppsrätter för år 2005 till företagen

Det finns inte behov av att reglera tillgången på anläggningsspecifik information om t.ex. ändrade driftförhållanden på samma sätt som på elmarknaden. Orsaken är att ett enskilt företags utsläpp inte har någon nämnvärd betydelse för priset på den betydligt mer internationella utsläppsmarknaden. Förutom att marknaden är betydligt större är det också relevant att priset på den underliggande produkten bestäms av en långsiktig förväntan om kostnaden för att överlämna utsläppsrätter vid den årliga avstämningen istället för på timbasis. Däremot är det mycket viktigt att myndigheter, departement m.m. säkerställer att de har fungerande policys för hantering av prispåverkande information i de fall de hanterar sådan.

Handelssystemet omfattar för närvarande drygt 12 000 anläggningar och inget företag förfogar initialt över mer än 6 procent av det totala antalet utsläppsrätter som länderna utfärdar till marknaden. Det indikerar att marknadskoncentrationen för närvarande är relativt låg. Vidare är det troligt att systemet kommer att utvidgas till att omfatta även andra sektorer och växthusgaser, liksom att systemet länkas till andra handelssystem utanför EU.

Energibolagen har en viss särställning på utsläppsmarknaden bl.a. genom att de inte är lika utsatta för utomeuropeisk konkurrens som tillverkningsindustrin, att de förfogar över en större potential för utsläppsreduktion, att de lättare kan förändra produktionen på kort sikt och att de redan hanterar många av de faktorer som är mest betydelsefulla för priset på utsläppsrätter. Genom den gratis tilldelningen av utsläppsrätter och energisektorns relativt stora möjlighet att övervältra kostnaden

för de förbrukade utsläppsrätterna på sina kunder uppstår dessutom för närvarande en stor förmögenhetsöverföring från industrin och hushållen till kraftbolagen.

Det finns behov av att ytterligare analysera kopplingen mellan utsläppshandeln och elmarknaden samt att försäkra sig om att tillsynen på marknaden anpassas till de förändrade förhållandena. En effektiv tillsyn kräver harmoniserade lösningar i de länder som berörs istället för ensidiga krav som bara riskerar att flytta på handeln.

EU:s handelssystem har införts på mycket kort tid och är redan föremål för den översyn som enligt direktivet ska vara genomförd arton månader efter starten. Även om marknaden verkar utvecklas relativt väl finns det betydande potential att förbättra systemet i olika avseenden. Ett exempel är principerna för tilldelning av utsläppsrätter som bör bli betydligt mer harmoniserade mellan medlemsländerna. Vidare skulle det underlätta för företagen om tilldelningen bestämdes för längre perioder än vad som är fallet i de två inledande handelsperioderna. Från och med 2008 kommer det dock att vara möjligt att spara utsläppsrätter mellan perioderna, vilket minskar osäkerheten för t.ex. aktörer som planerar att investera i en ny anläggning eller utsläppsreducerande teknik.

---

---

## 10 Elcertifikatsystemet

*Elcertifikatmarknaden utgör en delmängd av den finansiella elmarknaden som Energimyndigheten har i uppdrag att analysera. Som stöd för analysen har ett antal intervjuer och enkäter utförts med några av marknadens aktörer. De företag som deltagit i detta är bl.a. medlemmar i Energimyndighetens användarråd för elcertifikat och Svensk Energis elcertifikatråd.<sup>91</sup> I kapitlet görs en motsvarande genomgång för elcertifikatmarknaden som tidigare gjort för elderivat och utsläppsrätter.*

### 10.1 Introduktion

Elcertifikatsystemet, som har varit i kraft sedan maj 2003, är ett marknadsbaserat styrmedel med tvingande kvotplikt. Syftet med systemet är att främja elproduktion från förnybara energikällor och torv. Sanktionsmöjlighet finns i form av kvotpliktsavgift som tas ut då kvotplikten inte fullgörs. Elcertifikat är definierat som ett finansiellt instrument. Ett elcertifikat motsvarar 1 MWh förnybar el.

#### 10.1.1 Förslag om ett utvecklat elcertifikatsystem (Ds 2005:29)

I juli 2005 presenterade Miljö- och samhällsbyggnadsdepartementet en promemoria med förslag till vissa förändringar av elcertifikatsystemet som är tänkta att träda i kraft den 1 januari 2007. Den generella bedömningen är att elcertifikatsystemet fungerat väl, men att förändringar för att öka långsiktigheten, ambitionen och systemets effektivitet är nödvändiga för att skapa förutsättningar för nya investeringar och för att minska elkonsumenternas kostnader. Vidare föreslås lagändringar som möjliggör en internationell handel med elcertifikat från den 1 januari 2007.

De huvudsakliga ändringsförslagen:

- Förlängning av elcertifikatsystemet till 2030
- Ny, högre ambitionsnivå – 15 TWh ny förnybar elproduktion 2016 jämfört med 2002.
- Utfasning av anläggningar efter 15 år i systemet, enligt grundregeln, och något tidigare för anläggningar som tidigare fått stöd m.m.
- Kvotplikten flyttas från elanvändarna till elleverantörerna.
- Krav på särredovisning av elcertifikatkostnaden slopas.

---

<sup>91</sup> De aktörer som deltagit i intervjuer respektive enkäter representerar följande organisationer: E.ON, Telge Kraft, Svensk Kraftmäkling (SKM), Skandinaviska Energimäklarna (Scandem), Stora Enso, Plusenergi, Skellefteå Kraft, Vattenfall, Fortum och Sveriges Energiföreningars RiksOrganisation (SERO).

- Ingen förlängning av det tak för kvotpliktsavgiften som gällt för 2004 och 2005.
- Kontrollstationer för utvärdering av elcertifikatsystemets långsiktiga utveckling vart femte år med start 2012.
- Nya kriterier för undantag från kvotplikt för elintensiv industri.
- Öppning för internationalisering av elcertifikatmarknaden.

I januari 2006 kom dock beskedet att det inte blir en gemensam svensk-norsk elcertifikatmarknad från den 1 januari 2007.

Ett ytterligare ändringsförslag har remitterats separat under januari 2006. Detta förslag innebär att småskalig vattenkraft inte ska få stöd i elcertifikatsystemet längre än till utgången av år 2010.

#### 10.1.2 Lagrådsremiss *Förnybar el med gröna certifikat*

I slutet av februari 2006 överlämnade regeringen en remiss *Förnybar el med gröna certifikat* till Lagrådet för granskning. I lagrådsremissen återfinns till stor del de förslag som presenterades i Ds 2005:29. Några förändringar presenteras dock. T.ex. gäller detta ambitionsnivån som höjs från 15 till 17 TWh ny förnybar elproduktion till 2016 jämfört med 2002. Den höjda ambitionsnivån motiveras främst med de insatser som görs för att förbättra vindkraftens förutsättningar. En annan förändring är att kvotnivåerna justeras från 2007 och framåt. Detta betecknas som en teknisk justering med hänsyn till torv som certifikatberättigande bränsle, den höjda ambitionsnivån samt anpassning till begränsningen av rätten att tilldelas elcertifikat för elproduktionen i småskaliga vattenkraftverk. En proposition har aviserats till mars 2006.

**Tabell 4.** Kvotpliktens utveckling enligt nuvarande lydelse i lagen (2003-2010) respektive förslag i lagrådsremiss *Förnybar el med gröna certifikat* (2007-2030)

År	Kvotplikt
2003	0,074
2004	0,081
2005	0,104
2006	0,126
2007	0,141/ 0,151
2008	0,153/ 0,163
2009	0,160/ 0,170
2010	0,169/ 0,179
2011	0,156
2012	0,161
2013	0,089
2014	0,094
2015	0,097
2016	0,111
2017	0,111

2018	0,111
2019	0,112
2020	0,112
2021	0,113
2022	0,106
2023	0,094
2024	0,090
2025	0,083
2026	0,075
2027	0,067
2028	0,059
2029	0,050
2030	0,042

Källa: Lag (2003:113) om elcertifikat och lagrådsremiss *Förnybar el med gröna certifikat*.

## 10.2 Marknaden för handel med elcertifikat

### 10.2.1 Marknadens aktörer

Producenterna av elcertifikatberättigad elproduktion är en heterogen grupp aktörer, allt från stora biokraftvärmeverk (kommunala och större koncerner), skogsindustrierna, stora vindkraftprojekt till småskaliga producenter (vind och vatten).

**Tabell 5: Antal producenter vid olika nivåer avseende installerad effekt, december 2005**

Producenter med sammanlagd effekt upp till: (kW)	Antal producenter (ca)
100	300
500	600
1 000	850
1 500	920
2 000	950
3 000	980
5 000	1 000
10 000	1 030
20 000	1 050
Totalt	1 080

De totalt 1858 anläggningar som är godkända för tilldelning av elcertifikat ägs av 1080 producenter. Av dessa äger 848 företag/privatpersoner endast en anläggning. Den sammanlagda effekten avser summan av den installerade effekten i en producents samtliga godkända anläggningar. Uppgifterna visar att 85 procent av producenterna har en sammanlagd effekt som inte överstiger 1500 kW. Sett till den installerade effekten utgör dessa mindre än 10 procent. Som ett mått på



andelen av utfärdade elcertifikat måste dock denna uppgift tolkas med stor försiktighet eftersom installerad effekt inte tar hänsyn till vilka bränslen som faktiskt används. Exempelvis kanske ett kraftvärmeverk endast använder certifikatberättigade bränslen till 50 procent, vilket innebär att den totala installerade effekten grovt överskattar andelen producerade certifikat för anläggningen.

Producenterna står för utbudet av elcertifikat på marknaden. Utbudet är beroende av vad som definieras som certifikatberättigad produktion. Även förslaget (Ds 2005:29) om en begränsning av tiden som en anläggning kan få stöd från elcertifikatsystemet påverkar utbudet. Hänsyn till detta tas när kvotpliktens utveckling bestäms.

På elcertifikatsystemets efterfrågesida är aktörerna de kvotpliktiga. Idag ligger kvotplikten formellt på elanvändarna (slutkund), medan det i praktiken nästan uteslutande är elleverantörerna som hanterar elanvändarnas kvotplikt. Enligt förslag (Ds 2005:29) kommer ansvaret för kvotplikten från den 1 januari 2007 att flyttas från elanvändarna till elleverantörerna. Företag inom den elintensiva industrin hanterar själva sin kvotplikt, likaså gör de som själva producerar eller importerar el. Därtill kommer ett antal frivilliga kvotpliktiga. Denna möjlighet kommer dock att tas bort enligt det nya förslaget.

Kvotplikten bestämmer till stor del efterfrågan i elcertifikatsystemet. Det som ytterst avgör efterfrågans storlek är den satta kvotplikten i kombination med den kvotpliktiga elanvändningen. En viktig faktor är den elintensiva industrins undantag från kvotplikt. Ju större detta undantag är, desto mindre blir det kvotpliktiga underlaget (el användningen). Utgångspunkten för de nya föreslagna undantagsreglerna är att omfattningen av det totala undantaget inte ska vara större än med nu gällande regler.

Handeln på elcertifikatmarknaden utgörs inte enbart av bilaterala avtal mellan producenter och de som är kvotpliktiga/hanterar kvotplikt. Mäklarna spelar en viktig roll som förmedlare av elcertifikatprodukter mellan köpare och säljare. Denna funktion har initialt varit mycket viktig för att få tillstånd affärer på elcertifikatmarknaden, vilket till stor del beror på att marknaden är av begränsad omfattning. En ytterligare kategori aktörer är de som agerar på marknaden i spekulativt syfte. Rena prisspekulanter står dock sannolikt för en mycket liten andel av handeln.

### **10.2.2 Produkter**

Elcertifikat handlas på spotkontrakt såväl som forwardkontrakt. De vanligaste kontrakten, sett till de mäklade volymerna, utgörs av leverans den närmaste månaden, mars och december det närmaste året samt mars de följande tre åren. Det är i princip möjligt att teckna avtal med vilken leveranstid som helst förutsatt att köpare och säljare finner varandra.

Näst vanligast är att elcertifikaten överförs i december, vilket delvis har med bokföringstekniska avväganden att göra. Anledningen till att mars är det vanligaste leveranstillfället är att de kvotpliktiga aktörerna vill få certifikaten överförda till sitt konto så nära inpå deklarationstillfället som möjligt. Detta eftersom det är avgiftsbelagt att ha certifikat på kontot i Svenska Kraftnäts register, Cesar. Svenska Kraftnät ansvarar för att utfärda och kontoföra elcertifikat och har rätt att ta ut en avgift för att finansiera denna verksamhet. Det kan dock konstateras att detta i någon mån påverkar elcertifikathanteringen.

Svenska Kraftnät har i februari 2006 överlämnat ett förslag till sänkta avgifter för kontoföring av elcertifikat till Miljö- och samhällsbyggnadsdepartementet. Anledningen till förslaget är att intäkterna överstiger kostnaderna för Svenska Kraftnäts verksamhet med elcertifikat. Enligt förslaget sänks kontoavgiften från 0,30 kr per certifikat till 0,13 kr per certifikat och överföringsavgiften slopas. Däremot är den administrativa avgiften oförändrad, dvs. 100 kr per registrerat ärende. Förändringarna föreslås träda i kraft från den 1 juli 2006.

### **10.2.3 Strategier**

Producenterna av certifikatberättigad elproduktion har olika förutsättningar när det gäller att sälja sina tilldelade elcertifikat. I första hand finns skillnader mellan små och stora producenter, där de små producenterna i större utsträckning är beroende av att kontinuerligt avyttra sina elcertifikat för att kunna inhämta intäkter och därmed upprätthålla produktionen. Detta avspeglas också i de kontrakt som tecknas med de små producenterna.

Bland exempelvis de större bioproducenterna är det generellt sett behovet av ett likviditetstillskott som avgör när elcertifikaten ska säljas. Elcertifikatintäkterna behöver i dessa fall inte vara direkt kopplade till fortsatt produktion, vilket innebär att producenterna har en större möjlighet att vänta in ett bättre pris innan man säljer. I första hand är det dock de företagsspecifika förutsättningarna som avgör när och hur elcertifikaten avyttras. Konjunktursvängningar och likviditetsbehov kan då vara bland de mest avgörande faktorerna för handelstillfället.

De kvotpliktiga har möjlighet att uppfylla sin kvotplikt eller att ta kvotpliktsavgiften för de elcertifikat som saknas efter annulleringen. En viss flexibilitet för uppfyllandet finns i och med att kvotplikten för ett år inte behöver uppfyllas förrän 3 månader in på det efterföljande året. Även på efterfrågesidan finns en viss skillnad avseende om och hur de olika aktörerna väljer att uppfylla sin kvotplikt. Flera aktörer har en uttalad strategi att kvotplikten alltid ska uppfyllas med hänvisning till miljö- eller konsumentargument. Några aktörer lägger, relativt andra, mer resurser på elcertifikathanteringen, vilket inkluderar bedömningar om framtida förutsättningar, risker och prisutveckling. Andra väljer sannolikt att uppfylla sin kvotplikt med minsta möjliga ansträngning. Hur elleverantörerna väljer att köpa in elcertifikat beror till viss del på de elkontrakt som de har med sina kunder, dvs. fasta avtal med olika bindningstid, respektive

tillsvidareavtal. Elleverantörerna som grupp, förväntas bli mer effektiva i sin elcertifikathantering då de enligt förslag får ansvaret för kvotplikten från 1 januari 2007.

### 10.3 Hur handlas elcertifikat?

I september 2004 utförde Energimyndigheten en enkätundersökning där elleverantörerna bl.a. tillfrågades om vilka handelskanaler som främst användes avseende elcertifikat. Resultaten presenterades i Energimyndighetens rapport *Priser och kostnader i elcertifikatsystemet* (ER 2005:17) och visade följande:

- Bilateralt: 30 %
- Mäklare: 26 %
- Börs: 4 %
- Köper tjänsten: 15 %
- Inom koncernen: 17 % (fördelas eg. på de andra kategorierna)
- Kvotpliktavgift, annat, övrigt: 8 %

Den andel elleverantörer som angett att de främst köper tjänsten, bör i denna diskussion hänföras till annan kategori eftersom de indirekt använder en annan handelskanal. Svensk Kraftmäkling (SKM) bedömer att fördelningen under 2005 är ungefär densamma. Andelen som handlar bilateralt respektive via mäklare är i princip lika stor och uppgår till ungefär 40 procent vardera, medan ca 20 procent utgörs av handel inom koncern, enligt SKM:s bedömning. Börshandeln är mindre än en promille. Skillnaden jämfört med 2004 års enkätresultat beror främst på att de som uppgett att de köper tjänsten hänförs till mäklare alternativ bilateral handel samt att kvotpliktsuppfyllnaden för 2004 uppgick till 99,2 procent, alltså avsevärt högre än året före.

De intervjuer och enkäter som utförts i denna rapport pekar på stor variation bland de olika företagen. Några handlar i princip enbart med mäklare respektive bilateralt, medan andra har en jämnare fördelning. Avgörande för vilken kanal som väljs är i första hand pris, likviditet samt var den minsta skillnaden mellan köp- och säljbud (spread) finns. Högst likviditet och minst spread finns hos mäklarna. För de bilaterala avtalen är tidigare uppbyggda affärsrelationer en viktig faktor.

I integrerade företag görs också elcertifikataffärer inom koncernen. Det kan innebära att organisationen har ett produktionsbolag, ett handelsbolag och ett försäljningsbolag som alla spelar sin roll avseende elcertifikathanteringen. Produktionsbolaget genererar elcertifikat som köps upp inom koncernen till marknadspris. Handelsbolaget fungerar som en kanal för elcertifikathandeln och handhar all trading, tar över risk och sysslar till viss del med spekulation. Försäljningsbolaget ansvarar för inköp av certifikat.

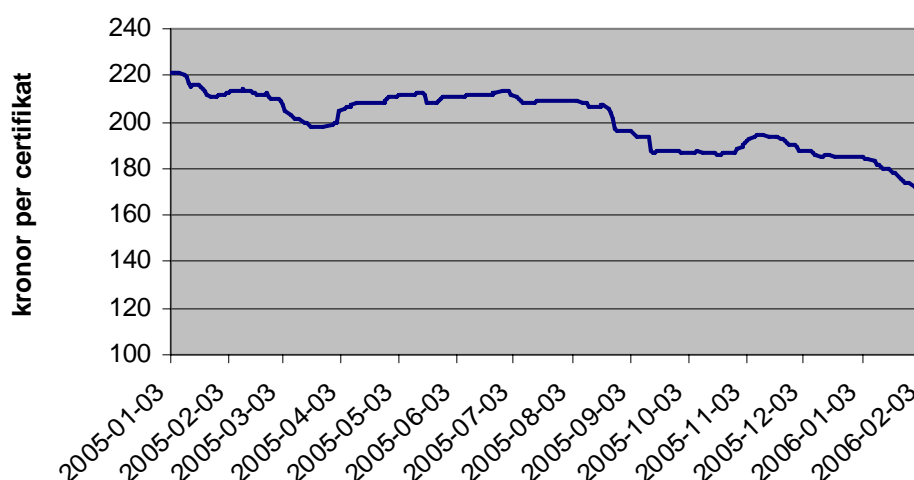
Spekulationen på elcertifikatmarknaden bedrivs i två former. Rena prisspekulanter bedöms vara få till antalet, men det finns också de som gör ränteplaceringar, dvs. de som har mandat att ta prisrisk. I praktiken handlar det om att handla på prisskillnaden för forwardkontrakt med leverans olika år (exempelvis mars -06 och mars -07). Prisskillnaden motsvarar en årlig ränta och denna relateras till avkastningen för en alternativ placering av pengarna. Aktören väljer den ränteplacering som ger störst avkastning. Den rent spekulativa handeln med elcertifikat bedöms hittills ha varit liten. I och med att Skatteverket har bedömt att elcertifikat ska momsbeläggas fr.o.m. den 1 november 2005 begränsas förutsättningarna för viss spekulation ytterligare. Detta då värdepappersbolag, som kan agera i spekulativt syfte, har svårt att hantera mervärdesskatten. Värdepappersbolag är inte momspliktiga eftersom värdepapper (aktier, räntepapper etc.) normalt sett inte är momspliktiga. Momsplikten på elcertifikat innebär därmed en kostnad som medför att det inte är intressant att handla med elcertifikat, vilket annars skulle bidra med likviditet till marknaden.

Ett antal elleverantörer har fasta avtal med mindre producenter. Avtalen innebär att elcertifikat köps in i den omfattning de produceras, ofta på månadsbasis. Organisationen SERO, har tecknat ramavtal med ett antal elleverantörer som underlättar försäljningen av elcertifikat för ägare till små kraftverk. SERO uppger att priserna i ramavtalen för 2006 är rörliga och kopplade till månadsmedelvärden hos SKM, med en viss justering. Ett litet antal producenter har fått ett fast pris för året. Svenska Kraftnät har etablerat en servicefunktion med gruppvis överföring för att underlätta den månadsvisa överföringen för samma producentgrupp.

### **10.3.1 Marknaden i siffror**

Under 2003 uppgick kvotplikten efter korrigering till knappt 4,7 miljoner certifikat. För 2004 var kvotplikten knappt 7,9 miljoner och för 2005 väntas kvotplikten uppgå till ca 10 miljoner certifikat, beroende på hur elanvändningen utvecklas. Kvotpliktsuppfyllnaden var 77 procent för 2003 och 99,2 procent för 2004. Uppgifter för 2005 presenteras kort efter annulleringen av elcertifikat som sker den 1 april 2006.

Under 2005 har avistapriset, dvs. elcertifikat med spotleverans, som högst varit 211 kronor och som lägst 185 kronor. (Se *Diagram 1* nedan.)



**Figur 19:** Prisutveckling under januari 2005 till februari 2006, (avistapris)

Källa: SKM

Omsättningen på elcertifikatmarknaden uppskattas till ca 22, 5 miljoner<sup>92</sup> certifikat för 2005, vilket är en drygt 40-procentig ökning jämfört med föregående år. Variationen är stor mellan olika månader, åtminstone sett till de mäklade volymerna. Omsättningens utveckling är beroende av kvotpliktens utveckling (se Tabell 4 ).

### 10.3.2 Utvecklingen av en handelsplats

En likvid, fungerande börs för elcertifikathandeln efterfrågas av marknadens aktörer. Transparensen skulle vara bättre med en fungerande börshandel, där skarpa köp- och säljbud är synliga för alla. På en börs möter samtliga aktörer garanterat samma priser. De tjänster som önskas är främst en clearingfunktion samt ett referenspris, som ingen kan invända mot, för olika typer av avtal vid sidan av börsen. Volymen har inte någon direkt prisstyrande effekt, men däremot har ett marknadspris större legitimitet ju bättre det anses avspegla det verkliga priset, vilket säkerställs om det är baserat på en hög andel av den totala omsättningen. Problemet är att elcertifikatmarknaden verkar vara för liten för att utgöra tillräckligt underlag för en fungerande börs som kan uppfylla detta.

#### *Handeln på Nord Pool*

Elcertifikathandeln på Nord Pool är i stort sett obefintlig. Det beror delvis på att mäklarna redan var väletablerade med de tjänster och produkter som marknadsaktörerna efterfrågade då Nord Pool öppnade sin marknadsplats. Mäklarna tillhandahåller också information kring handeln och elcertifikatsystemet i stort, vilket tydligt uppskattas av deras kunder. Men den viktigaste faktorn till att handeln med elcertifikat inte tagit fart på Nord Pool är kanske att börsen endast erbjuder spotleveranser, vilket inte efterfrågas i någon större utsträckning. Ett

<sup>92</sup> Baseras på statistik och uppskattning av SKM, samt STEM:s egna beräkningar.

första steg för att öka intresset för att köpa och sälja elcertifikat på börsen är därför att utveckla terminsprodukter för elcertifikat. Nord Pool har aviserat att terminsprodukter ska introduceras på börsen, men detta har ännu inte realiserats.

För elcertifikathandeln finns 18 medlemmar registrerade på Nord Pool.<sup>93</sup> En iakttagelse är att det bland börsens medlemmar saknas stora nettosäljare. Det har framförts i enkätsvaren att detta kan bero på att de stora nettosäljarna generellt sett inte använder börsen i andra sammanhang (fysisk eller finansiell elhandel) och att intresset därför är lågt för att handla elcertifikat på börsen, med de kostnader som detta medför. Det gäller särskilt eftersom aktörerna allmänt bedömer att direkthandeln och handeln via mäklare fungerar bra.

För de små aktörerna utgör handelsavgifterna på Nord Pool ett stort hinder för deltagande i börshandeln. Om förutsättningarna för börshandeln på sikt förbättras och handeln där utgör en tillräckligt stor del av marknaden, så kan detta gynna småproducenterna relativt deras situation idag. En bättre pristransparens kan t.ex. minska dessa producenters sökkostnader.

Som nämnts ovan är en avgörande förklaring till att Nord Pool inte utvecklats till en handelsplats att omfattningen av elcertifikatmarknaden är allt för begränsad. Vid en eventuellt framtida internationalisering av systemet är därför en utvecklad handel på Nord Pool (och eventuellt andra börser) mer naturlig.

Sammanfattningsvis kan konstateras att aktörerna i teorin önskar bättre transparens, clearingfunktion, referenspris och prissäkring som en utvecklad börs kan erbjuda. Men marknaden är begränsad och i praktiken fungerar det bra som det är varför det inte finns något större tryck på att utveckla Nord Pool som handelsplats.

## 10.4 Pris och prisbildning

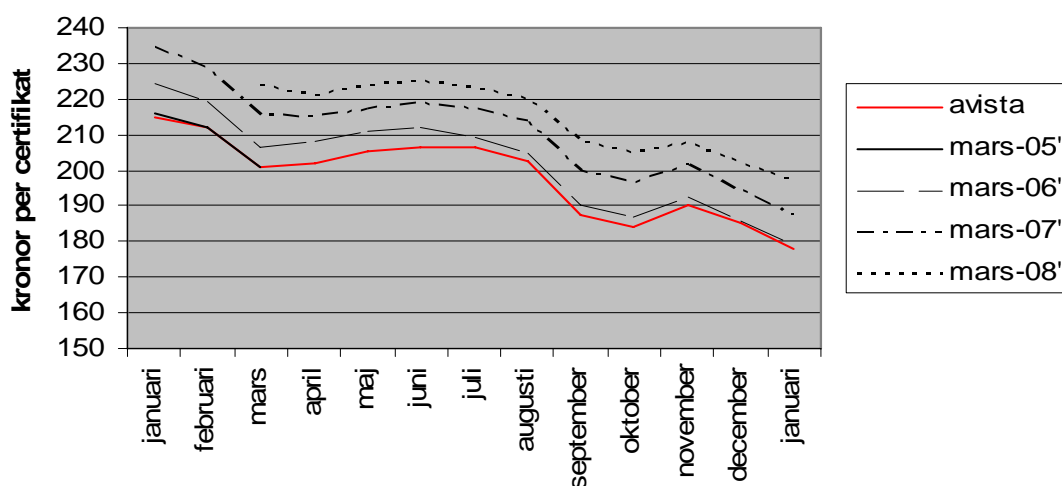
Priset på elcertifikat bestäms på en konkurrensutsatt (fri) marknad av samspelet mellan utbud och efterfrågan. Efterfrågan är relativ prisoelastisk och bestäms som tidigare nämnts av kvotplikten. Utbudet av elcertifikat beror på antalet utfärdade elcertifikat, vilket bestäms av storleken på den elcertifikatberättigade produktionen. Utbudet speglar marginalkostnaden för förnybar energi. Eftersom den kortsiktiga marginalkostnaden är relativt låg för de flesta förnybara elproduktionsteknologier är utbudskurvan mindre priskänslig. Prissättningen avseende elcertifikat bör avspejla marginalkostnaden för den senast tillkommande produktionen. D.v.s. för den förnybara produktion som ligger på marginalen ska elcertifikatintäkten utgöra skillnaden mellan elintäkt och produktionskostnad.

---

<sup>93</sup> Den 16 februari 2006 är dessa: E.ON Energihandel Nordic AB, Fyrstad Kraft AB, Lunds Energi AB, Mölndal Energi AB, Jämtkraft AB, Plusenergi AB, Tekniska Verken i Linköping AB, Östkraft Energihandel AB, Statkraft Energi AS, Mälarenergi AB, EGL Nordic AS, Skandinaviska Energimäklarna (Scandem) AB, Öresundskraft Energy Trading AB, Telge Kraft AB, Skellefteå Kraft AB, Vattenfall AB, Energipartner AS och Fortum Power & Heat Oy.

Utöver marknadsfundamenta kan priserna på olika elcertifikatprodukter också avspegla kostnader för olika risker och framtida förväntningar om marknads- och prisutveckling. Det finns också andra faktorer, t.ex. taket på kvotpliktsavgiften, som åtminstone initialt bedöms ha haft stor inverkan på elcertifikatprisets utveckling.

Elcertifikatsystemet har under de första åren haft ett tak på kvotpliktsavgiften, som utgjort alternativkostnaden för att uppfylla kvotplikten. I praktiken har kvotpliktsavgiftens tak varit prisstyrande och fungerat som ett pristak på elcertifikat.<sup>94</sup> Anledningen till att taket på kvotpliktsavgiften fick sådan prisstyrande effekt berodde bl.a. på bristande information om priser och utbud av elcertifikat som skapade osäkerhet kring prisbildningen. Dessutom innebar höjningen av pristaket mellan de två första åren att det skapades förväntningar om ett stigande elcertifikatpris, vilket också infriades. En del av detta kan hänföras till att marknaden betecknas som omogen. Taket på kvotpliktsavgiften gav mindre flexibilitet på marknaden genom att det begränsade prisets funktion som informationsbärare, vilket också undergrävde effektiviteten i systemet. Tanken med ett tak på kvotpliktsavgiften var att det skulle fungera som ett konsumentskydd, mot skenande elcertifikatpriser. Pristaket är borttaget fr.o.m. 2005, men effekterna av detta har ännu inte kunnat följas upp. Det är svårt att bedöma om den initiala effekten av pristaket har någon påverkan på dagens prisnivå för elcertifikat. Trots att kvotpliktsavgiftens tak egentligen visade det högsta priset som en köpare var beredd att betala finns några tillfällen då certifikat sålts till högre pris än pristaket. Detta kan vara ett utslag av förväntningar på stigande priser, vilket var den allmänna uppfattningen inför 2004 då pristaket sattes högre än under 2003.



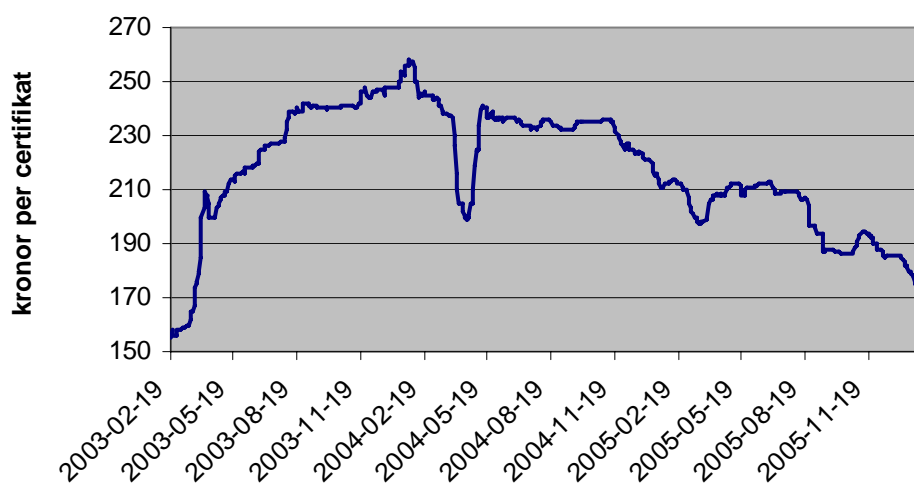
**Figur 20:** Medelpris för elcertifikatprodukter under januari 2005-januari 2006

Källa: [www.skm.se](http://www.skm.se)

<sup>94</sup> Se även Energimyndighetens *Översyn av elcertifikatsystemet – Delrapport etapp 1*.

Handeln på forwardkontrakt är beroende av avkastningen på alternativa kapitalplaceringar. Finns bättre ränteplaceringar att göra på annat håll så väljer aktörerna detta. Denna form av spekulativa handel fungerar som ett smörjmedel för handeln och ger en bättre likviditet till elcertifikatmarknaden. Men huruvida andra placeringar ger bättre avkastning eller inte är förstås beroende av ekonomiska förutsättningar i stort och inte isolerat på elcertifikatmarknadens förutsättningar.

Elcertifikatmarknaden är, som tidigare konstaterats, liten till sin omfattning. Prisbildningen har till en början varit starkt beroende av kvotpliktavgiftens tak och det har funnit en tröghet i prisanpassningen nedåt till rådande utbudsefterfrågesituation. Bl.a. långa tillståndprocesser och ledtider gör att det är svårt att bedöma utbudets utveckling, enligt de tillfrågade aktörerna. Sett till prisutvecklingen kan det konstateras att priserna har pressats nedåt efter 2003. I Figur 21 nedan, visas prisutvecklingen sedan starten.



**Figur 21:** Avistapriser för elcertifikat februari 2003-januari 2006

Källa:SKM

Den främsta prispåverkande faktorn är samspelet mellan efterfrågan och utbud på elcertifikat. Utbudet är, som tidigare konstaterats, svårt att förutsäga. I dag råder, enligt Energimyndighetens bedömningar, en överskottssituation på marknaden. Den framtida utvecklingen är till stor del beroende av i vilken mån utbyggnadsplanerna för större vindkraftprojekt realiserar samt av kvotpliktens utveckling enligt kommande proposition. Förutom förväntningar om utbudets utveckling bedöms elpriset inverka på certifikatpriset så till vida att en utveckling med högre elpriser innebär lägre certifikatpriser. För en producent av förnybar el innebär ett högre elpris att producenten kan sälja sina elcertifikat till ett lägre pris och ändå få en lika stor totalintäkt (elintäkt + elcertifikatintäkt). De modellkörningar (främst med MARKAL-modellen) som Energimyndigheten



använder sig av vid scenarioarbete visar starka samband mellan elpris och certifikatpris i enlighet med vad som beskrivits ovan. Viktigt att ha i åtanke är att modellresultaten i de flesta fall bygger på marginalkostnadsberäkningar och att modellen förutsätter perfekt konkurrens i den ekonomisk-teoretiska meningen.

Vid vissa affärer verkar motpartsrisk vara en faktor som prissätts. Ett par av de intervjuade aktörerna är av uppfattningen att också den politiska osäkerheten prissätts. Den generella uppfattningen verkar dock vara att det snarare är så att den politiska osäkerheten/risken, senast exemplifierad av förslaget på tidig utfasning av småskalig vattenkraft och turerna kring den svensk-norska gemensamma elcertifikatmarknaden, skadar marknadens förtroende för systemet. Detta kan i sin tur leda till att investeringsviljan och långsiktiga lösningar hämmas. Täta förändringar i systemets utformning leder till kortsiktighet, vilket är ett av elcertifikatmarknadens problem. Mer långsiktiga avtal skulle vara bättre för handeln och för investeringsmiljön. I förlängningen kan en låg trovärdighet för marknaden avspeglas i handeln, men den politiska osäkerheten som sådan bedöms generellt sett inte som prissättande., enligt de tillfrågade aktörerna

#### **10.4.1 Marknadspris**

I Svenska Kraftnäts kontoföringsregister, Cesar, redovisas medelpriset för de överföringar som gjorts under den senaste tolv månadersperioden. Detta kan inte ses som ett marknadspris eftersom det är vid överföringsdatum som registreringen sker. De affärer som registreras kan vara ingångna långt tillbaka i tiden och således avspeglar de inte det aktuella marknadspriset. Cesarpriset används ändå som referenspris vid vissa affärer på elcertifikatmarknaden, enligt vad som framkommit vid intervjuer, och dessutom vid beräkningen av kvotpliktsavgiften. I det senare fallet finns förhoppningar om att detta så småningom ska kunna baseras på medelvärdet av ett marknadspris på en organiserad marknadsplats (Ds 2005:29).

Mäklarna tillhandahåller priser på mäklade kontrakt för olika produkter. De aktuella noteringarna från mäklarhusen, där SKM och ICAP är de mest väletablerade, är också de priser som används som marknadspris.<sup>95</sup> (Egentligen finns ett marknadspris för varje produkt, dvs. leveranstidpunkt.) Mäklarnas priser publiceras på hemsidor eller via nyhetsutskick som kan vara tillgängliga för alla alternativt endast för de som betalar en avgift/prenumererar. De priser som anges på hemsidorna är indikativa priser och ska inte betraktas som skarpa bud. Information om skarpa priser, samt om volymer kan också fås vid direktkontakt med mäklare. Information om marknadspris är därmed tillgänglig för alla, även om det vore mer transparent att kunna se skarpa köp- och säljbud på en marknadsplats som alla har tillgång till. Den bilaterala handeln bedöms omsätta lika stora volymer som mäklarhandeln. De priser som används i dessa avtal är i de flesta fall, enligt intervju- och enkätsvaren, mäklarnas marknadspriser. (Det kan förstås inte uteslutas att andra priser används eftersom avtalen inte registreras vid

---

<sup>95</sup> Andra exempel på aktörer som förmedlar elcertifikat mellan köpare och säljare är Skandinaviska Energimäklarna (Scandem) och GreenStream Network (GSN).

affärstillfället.) Även vid koncerninterna transaktioner mellan produktions- och säljavdelningar används uppger aktörerna att mäklarnas marknadspriser används.

Ett representativt marknadspris behöver inte nödvändigtvis bygga på börshandel. Huvudkriteriet är att marknadspriset baseras på en tillräckligt stor andel av de affärer som görs på elcertifikatmarknaden. Det är detta som ger marknadspriset legitimitet. Uppgifter om vilka volymer som ligger bakom ett aktuellt pris kan därför vara intressanta. Ur denna aspekt är det fullt möjligt att ett marknadspris baseras på mäklarhandel.

## 10.5 Information

Mäklarna har en viktig roll som informationsbärare på elcertifikatmarknaden. Förutom information som är direkt kopplad till handel som pris och volymer förmedlas t.ex. vad som är på gång avseende regelförändringar. Under de första åren med elcertifikatsystemet har mäklarna på detta sätt mycket aktivt arbetat för att få igång aktiviteten på marknaden när det gäller själva handeln. I avsaknad av en börs och under premisserna att marknaden heller inte lämpar sig för en sådan uppstår dock frågan om hur informationsbehovet på marknaden ändå kan tillgodoses.

Indikativa marknadspriser, historiska prisnoteringar och vissa volymnoteringar finns alltså tillgängliga på hemsidor och via nyhetsbrev, oftast mot betalning. Men för en aktör som vill informera sig om elcertifikatmarknaden inför ett handelstillfälle krävs i princip direkt telefonkontakt med en mäklare. Sannolikt innebär detta att stora aktörer, eller sådana aktörer som är mycket aktiva och oftare pratar med mäklare, inhämtar mer information relativt andra aktörer. Det finns heller ingen garanti för att en mäklares alla kunder möter samma pris, åtminstone finns en osäkerhet kring detta. Små aktörer missgynnas enligt detta resonemang av att informationen inte är tillräckligt transparent. Detta förstärks av att de generellt sett är ovana aktörer och alternativt att de inte har möjlighet att lägga några resurser på elcertifikathandeln. De små aktörerna utgör som tidigare konstaterats en stor andel av producenterna på marknaden (se Tabell 2).

När informationen om elcertifikathandeln är bristfällig kan det leda till en omotiverad osäkerhet och i värsta fall misstänksamhet kring marknaden som också kan påverka aktörernas agerande till nackdel för systemet. Även information om marknaden (handeln) som i sig inte är direkt prispåverkande kan därför med fördel presenteras för att understryka att information inte undanhålls. Det kan exempelvis gälla omsatt volym. Sannolikt är detta särskilt viktigt på en omogen marknad, men det är också problematiskt att omsätta i verkligheten. Dagens handelsplatser står mäklarna för och även om en väletablerad mäklare kan ha en god uppfattning om hur marknaden ser ut i sin helhet kan han knappast publicera andra noteringar än från de affärer som mäklaren själv är inblandad i. Mäklarna kan också bedöma att en del av denna information är känslig ur affärssynpunkt. Ett annat, men nog så avgörande perspektiv, är att det helt enkelt inte finns grund för att lägga ett utökat informationsansvar på mäklarna.

Information kan i viss mån sägas vara aktörsspecifik. Vissa aktörer gör egna bedömningar och är därför betjänta av mer detaljerad information (och har råd att informera sig) medan mindre aktörer kanske köper tjänsten, alternativt agerar i grupp, t.ex. med hjälp av SERO. Men i princip alla är ändå intresserade av att handla till rätt pris och därför intresserade av att det finns tillgänglig och rättvisande information som kan garantera detta.

### **10.5.1 Informationsbrist**

Sett till prispåverkande information är det svårast att bedöma utbudet av elcertifikat. Aktörerna på elcertifikatmarknaden är eniga i sin önskan att det ska tas fram en sammanställning av de utbyggnadsplaner som finns, i form av inlämnade och godkända tillståndsansökningar. Informationen som sådan finns redan idag för den som tar kontakt med samtliga länsstyrelser. Vissa (stora) produktionsanläggningar prövas av annan instans. Däremot är informationen inte särskilt lättillgänglig och knappast något som aktörer i allmänhet lägger resurser på.

Trots den samlade önskan från branschen har varken enskilda aktörer eller någon branschorganisation tagit initiativ till en officiell sammanställning. Energimyndigheten anser det inte heller primärt som sin uppgift att tillhandahålla en sådan lista. Förutsatt att regeringen gör tillståndsinstanserna (i första hand länsstyrelserna) rapporteringsskyldiga kan dock Energimyndigheten åta sig att sammanställa uppgifterna. I annat fall bedöms detta vara alltför resurskrävande. Det är viktigt att poängtera att en sammanställning enligt ovan inte kommer att innehålla några bedömningar av när planer kommer att realiseras eller liknande.

Annan information som kan vara viktig för att se hur utbudet utvecklar sig är avställnings- och produktionsförhållanden av märkbar betydelse. Det kan exempelvis röra sig om nedläggning av större anläggningar eller avställning under längre tidsperiod än en månad. Energimyndigheten tillhandahåller i dagsläget en lista med godkända anläggningar, som uppdateras kvartalsvis med tillkommande anläggningar samt anläggningar som får godkännandet återkallat.

Konsekvenserna av informationsbrist är flera. Självklart är att informationsasymmetrier kan missgynna vissa aktörer, medan andra kan dra nytta av detta. För enskilda företag handlar det om ekonomiska konsekvenser. Ett annat perspektiv är att hela elcertifikatmarknaden kan drabbas om osäkerheten är för stor, exempelvis gäller detta politiska beslut och processer eller om transparensen är för dålig. När detta sker minskar förtroendet för elcertifikathandeln, vilket kan reducera likviditeten i marknaden, med en sämre effektivitet som följd. I värsta fall inleder detta en negativ spiral som i längden missgynnar systemets syfte.

På ett mer direkt sätt kan elcertifikatsystemets måluppfyllelse försvåras om osäkerhet (informationsbrist) skapar svårigheter avseende investeringar. Här kan förändringar av regelverket nämnas som exempel. Täta förändringar leder till

kortsiktigt agerande på marknaden, vilket motverkar den ökade långsiktighet som marknaden är i behov av.

### **10.5.2 Myndigheternas information**

Bland myndigheternas information till marknaden är uppgiften om den årliga kvotpliktsuppfyllnaden kanske den som har störst direkt betydelse för handeln. Detta innebär att informationen måste hanteras professionellt, dvs. publiceras enligt tidplan och samtidigt till alla. Kvotpliktsuppfyllnaden anger hur mycket certifikat som finns kvar på marknaden och påverkar alltså uppfattningen om utbudet.

Information om marknaden och systemet i ett mer allmänt perspektiv finns i Energimyndighetens och andra myndigheters utredningar och deltagande i den politiska processen. Det är därför viktigt att sprida resultaten av dessa. Energimyndigheten undersöker möjligheterna att utveckla elektroniska utskick som informationskanal för att bättre nå ut med sin information.

Energimyndigheten är i egenskap av tillsynsmyndighet, enligt förslag i Ds 2005:29, ansvarig för att i god tid informera marknaden om produktionsförändringar till följd av utfasningen av anläggningar ur systemet. När detta blir aktuellt måste Energimyndigheten ha etablerat en tillfredsställande funktion för detta.

## **10.6 Effektivare elcertifikathantering**

I Ds 2005:29 konstateras att elleverantörerna hittills inte har haft starka incitament att pressa elcertifikatpriserna, då de kan övervältra kostnaderna för elcertifikat på konsumenterna. Enligt förslag ska ansvaret för kvotplikten flyttas till elleverantörerna samtidigt som kravet på särredovisning slopas. I och med dessa förändringar kommer inte heller elleverantörerna att kunna ta ut en särskild ersättning för att hantera slutkundens kvotplikt, vilket är möjligt idag. Det ändrade ansvarsförhållandet bedöms innebära att kostnaderna för kvotplikten blir en del av det konkurrensutsatta elpriset som erbjuds kunden, vilket sätter press på elleverantörernas kostnader och administration. Elleverantörernas ökade affärsrisk bedöms kunna hanteras genom långsiktiga avtal för köp av elcertifikat. Sammantaget förväntas elleverantörernas elcertifikathantering i och med detta bli effektivare och därmed billigare för slutkunden. Ett enhetligt pris som inkluderar både kraft och elcertifikat gör det enklare för konsumenterna att jämföra priser. Om dessa förväntningar infrias borde elleverantörerna bli mer aktiva på elcertifikatmarknaden, vilket skulle innebära en positiv utveckling för handeln. Förslaget bedöms inte heller innebära ökade administrativa kostnader för elleverantörerna, enligt Ds 2005:29.

Behovet av ett ökat konkurrenstryck på elleverantörernas elcertifikathantering har tidigare påtalats i Energimyndighetens rapporter *Översyn av elcertifikatsystemet* samt *Priser och kostnader i elcertifikatsystemet*. Den senare behandlar

transaktionskostnaderna i elcertifikatsystemet där en slutsats är att den stora variationen mellan elleverantörernas marginaler i elcertifikathanteringen under 2003 inte beror på transaktionskostnader utan kan tänkas bero på höga avkastningskrav. Resultatet bedöms inte enbart vara ett första-års-problem, utan också indikera förekomst av marknadsmakt i prissättningen mot elanvändarna. I båda rapporterna rekommenderas att certifikatpriset inkluderas i elpriset, vilket möjliggörs i och med förslaget att slopa särredovisningskravet.

Ett problem med elcertifikatmarknaden är att den är alltför kortsiktig. Med mer långsiktiga kontrakt kan långsiktiga stödnivåer säkras, vilket skulle ge mer likviditet och stabilitet till marknaden. Ur detta perspektiv är det en stor nackdel att den elintensiva industrin är undantagen från kvotplikt eftersom denna grupp hade varit den mest sannolika att driva fram längre avtalstider för elcertifikat.

De intervjuade aktörerna bedömer den politiska osäkerheten som det största osäkerhetsmomentet för elcertifikatsystemet och att detta också är kopplat till handelns effektivitet. En politisk marknad förknippad med oförutsägbarhet har t.ex. svårt att attrahera riskvilliga aktörer. Samtidigt måste det finnas en acceptans för att elcertifikatmarknaden, trots sina marknadsmässiga inslag, är en politiskt styrd marknad och att en viss osäkerhet knappast går att undvika.

Från politiskt håll måste det också accepteras att täta förändringar av regelverket har ett pris, nämligen ett sämre fungerande elcertifikatsystem.

#### **10.6.1 En internationell elcertifikatmarknad**

Ur ett handelsperspektiv är en svensk-norsk elcertifikatmarknad positiv i och med en ökad likviditet, konkurrens och stabilitet. Dessutom upplever de intervjuade aktörerna att den politiska risken minskar då en regering inte ensidigt kan förändra reglerna. Samtidigt är det svårt att bedöma hur balansen mellan efterfrågan och utbud skulle förändras och vilken effekt detta skulle få på priset. I allmänhet verkar en svensk-norsk marknad uppfattas som mer trovärdig jämfört med en nationell marknad.

### **10.7 Slutsatser**

Den politiska risken uppfattas av aktörerna som den största osäkerhetsfaktorn på elcertifikatmarknaden. En konsekvens av denna osäkerhet är att den förstärker kortsiktigheten på elcertifikatmarknaden, när långsiktiga initiativ är det som behövs. Informationssituationen bedöms generellt sett inte vara helt tillfredsställande, vilket i första hand antas vara till nackdel för mindre aktörer. Informationsasymmetrier och osäkerhet kan leda till ekonomiska konsekvenser för enskilda aktörer/organisationer såväl som en minskad trovärdighet för marknaden i stort. Utbudssituationen är en annan osäkerhetsfaktor och något konkret som i det närmaste enhälligt efterfrågas av de intervjuade aktörerna är en sammanställning av den produktion som planeras vara på väg in i system, redan i tillståndsledet.

Mäklarhusen spelar en viktig roll på marknaden och tillhandahåller också det som betraktas som marknadspriset<sup>96</sup> på elcertifikat. Något förenklat kan konstateras att aktörerna i teorin önskar bättre transparens, clearingfunktion, referenspris och prissäkring som en utvecklad börs kan erbjuda. Men eftersom marknaden är begränsad och handeln i praktiken fungerar relativt bra, så finns inte något större tryck från aktörerna för att utveckla Nord Pool som handelsplats.

#### **10.7.1 Åtgärder**

Energimyndigheten anser att effekterna av bl.a. flyttat ansvar för kvotplikt samt slopad särredovisning av elcertifikatkostnaden, som enligt förslag träder i kraft den 1 januari 2007, bör inväntas innan det tas ytterligare initiativ för att förbättra effektiviteten i dessa delar. Informationsbristerna är svåra att komma åt. För egen del måste Energimyndigheten etablera en funktion för att hantera det utökade informationsansvar som utfasningen av anläggningar ur systemet kommer att innebära, enligt förslag från regeringen<sup>97</sup>. Energimyndigheten kan dessutom tänka sig att gå aktörerna till mötes avseende den efterfrågade sammanställningen av produktionen som är på väg in i systemet. Detta under förutsättning att tillståndsinstanserna blir skyldiga att rapportera uppgifter om inkommande tillståndsansökningar till Energimyndigheten, eftersom det annars bedöms vara en alltför resurskrävande insats.

---

<sup>96</sup> SKM och ICAP redovisar det som betraktas som marknadspris på elcertifikat, enligt intervju- och enkätsvar.

<sup>97</sup> Förslag om ett utvecklat elcertifikatsystem (Ds 2005:29) samt lagrådsremiss Förnybar el med gröna certifikat.

# 11 Åtgärdsförslag

*I kapitlet sammanfattas Energimyndighetens förslag till åtgärder för en effektivare finansiell elmarknad.*

## 11.1 Myndigheters informationshantering

Finansinspektionen har pekat på att den finansiella elmarknaden påverkas av bl.a. myndigheters beslut. Energimyndighetens analys bekräftar att den finansiella elmarknaden, utsläppsrättsmarknaden och elcertifikatmarknaden påverkas av myndigheters beslut och att myndigheter har information som är/kan vara marknadspåverkande.

Aktörerna på elcertifikatmarknaden har dessutom efterfrågat en sammanställning av de utbyggnadsplaner som finns i form av inlämnade och godkända tillståndsansökningar. Detta skulle underlätta deras bedömning av utbudet på marknaden.

- Energimyndigheten föreslår att regeringen ger berörda myndigheter i uppdrag att undersöka förekomsten av marknadspåverkande information inom ramen för sina organisationer. Uppdragen bör inkludera att utveckla de policier och rutiner, samt ev. informationssystem, som krävs för att säkerställa en korrekt hantering från statens sida av information, som å ena sidan kan vara offentlig, och å andra sidan marknadspåverkande.
- Energimyndigheten kan åta sig att sammanställa en lista över anläggningar som fått tillstånd att byggas under förutsättning att tillståndsinstanserna blir skyldiga att rapportera uppgifterna om inkommande tillståndsansökningar och beslutade tillstånd till Energimyndigheten.

## 11.2 Uppföljning och tillsyn av den finansiella elmarknaden och harmonisering av regelverket

Energimyndigheten menar att det är viktigt att aktörerna kan lita på att tillsynen över insiderinformationshantering, marknadsmanipulation och intressekonflikter fungerar. För aktörerna i Norden gäller olika nationella lagstiftningar och tillsynsmyndigheterna har olika uppfattningar om marknadens funktionssätt. Detta medför att det till viss del är otydligt för aktörerna vilka regler som gäller. Olika regler kan också orsaka snedvridningar. Införandet av Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument (MiFID) kommer att bidra till en viss harmonisering, men inte fullt ut. MiFID ska vara införlivad i nationell rätt den 1 februari 2007 och träda i kraft den 1 november

2007<sup>98</sup>. I och med att MiFID införs finns en risk att några av de idag tillståndspliktiga bolagen i Sverige blir undantagna (de vertikalt integrerade koncernerna).

Den finansiella lagstiftningen innehåller generella regler som syftar till att undvika intressekonflikter. Detta har i praktiken bara varit tillståndspliktigt i Sverige, och marknadsövervakningen och tillsynen på detta område i övriga Norden kan antas ha varit minimal. I och med att MiFID införs finns det som tidigare nämnts en risk att flera av de idag tillståndspliktiga bolagen blir undantagna. Det finns heller inga specifika regler på Nord Pool som omfattar intressekonflikten mot kund, det finns bara en referens till ISD i de etiska riktlinjerna.

Energimyndigheten anser att tillsynen och regelverket över den finansiella elmarknaden bör förstärkas och förtydligas och föreslår mot bakgrund av detta ett antal åtgärder:

- Energimyndigheten anser att regeringen bör ta initiativ till en harmonisering av regelverket i de nordiska länderna då skillnader i regelverken och tolkningen av desamma försvårar för aktörerna på marknaden. I detta sammanhang är en ökad samordning och samverkan mellan Finansinspektionen och deras nordiska motsvarigheter önskvärd.
- Energimyndigheten föreslår att tolkning av vissa regler om insiderinformation och hur styrning/uppföljning av desamma ska gå till bör struktureras upp som stöd i skapandet av handelsbruk. Det är viktigt att det finns klara regler för hur insiderinformation och intressekonflikter ska hanteras. Energimyndigheten anser det önskvärt att Nord Pool i samråd med tillsynsmyndigheter och branschorganisationerna/aktörerna tar fram regler/riktlinjer/råd för hur regelverket ska tolkas.
- En möjlig lösning för att harmonisera reglerna om intressekonflikter mot kund, mellan länderna och mellan olika aktörstyper, kan vara att införa regler om detta i Nord Pools regelverk. Detta bör analyseras vidare.

### **11.3 Central efterlevnadsfunktion hos vertikalt integrerade elbolag**

Energimyndigheten har under uppdragets genomförande funnit att de fyra stora producenterna är öppna med hur de organiserar sin efterlevnad av regelverket, men att informationen är svår för utomstående aktörer att finna, bl.a. eftersom den inte på något tydligt sätt kommuniceras till marknaden.

Energimyndigheten bedömer att förtroendet för både den fysiska elmarknaden och särskilt den finansiella elmarknaden skulle öka om producenterna (de vertikalt integrerade koncernerna) hade en högre transparens i fråga om hur de hanterar

---

<sup>98</sup> Regeringen har tillsatt en utredare som bl.a. har till uppgift att titta på hur MiFID ska implementeras i svensk lagstiftning. (Utredningen om värdepappersmarknadsfrågor Dir. 2004:90, tilläggsdir. 2005:46 ) Utredningen planeras att avslutas senast den 28 april 2006.



prispåverkande marknadsinformation (särskilt insiderinformation) och intressekonflikter avseende elmarknaden. Energimyndigheten bedömer att det generellt sett saknas en efterlevnadsfunktion/befattning (*Compliance-funktion*) på koncernnivå som håller ihop arbetet med efterlevnaden av lagar och regler inom koncernen. En sådan funktion skulle också underlätta att ge en samlad bild av hur koncernens olika intressekonflikter och insiderinformation hanteras, en sådan helhetsbild är idag svår att få. En sådan funktion samordnar att regelverk hålls uppdaterade och dokumenteras på alla relevanta delar av koncernen, och att utbildning och kontroll av efterlevnaden genomförs. Det är viktigt att alla källor till insiderinformation identifieras och dokumenteras, och att därtill hörande informationsflöden och beslutsprocesser styrs upp. En sådan funktion skulle också ha till uppgift att kommunicera hur efterlevnaden sköts för att öka transparensen.

- Energimyndigheten föreslår att en efterlevnadsfunktion (*Compliance-funktion*) på koncernnivå införs på företagen. Detta kan ske antingen via lagstiftning eller via någon form av frivilligt åtagande av branschen för att stärka förtroendet för branschen och marknaden.

#### **11.4 Utbildnings- och kommunikationsinsatser om elmarknaden gentemot nya aktörer och allmänheten**

Det finns en brist på kunskap hos aktörerna utanför elmarknaden om elmarknadens funktion, vilket också påverkar förtroendet för marknaden, varför det finns ett behov av utbildnings- och kunskapsspridningsinsatser från Nord Pool, myndigheter och marknadens aktörer.

Genom att sprida mer information och genom kontakter med media kan Nord Pool och aktörerna också bidra till att utveckla allmänhetens intresse för el inte bara som ett energibehov utan också som en möjlig placering.

När det gäller spridning av information och marknadsföring så borde också de hedgefonder som redan finns på marknaden kunna bidra med en mer aktiv marknadsföring av elderivat som en finansiell tillgång gentemot allmänheten och gentemot andra fondbolag.

- Energimyndigheten anser att det är angeläget att utbildnings- och kommunikationsinsatser om elmarknadens regelverk och funktionssätt utökas.

#### **11.5 Stabila villkor och långsiktigt stabila regler**

Energimyndigheten menar att det är viktigt att det ges långsiktigt stabila villkor för den finansiella elmarknaden, både vad avser el, utsläppsrätter och elcertifikat. Politiska beslut påverkar i hög grad samtliga marknader. Elcertifikatmarknaden, som är den minsta marknaden sett ur omsättningssynpunkt, är t.ex. direkt skapad

genom politiska beslut och därmed direkt avhängig långsiktiga politiska beslut för stabila marknadsvillkor.

Energimyndigheten är, enligt förslag i lagrådsremissen från den 23 februari 2006 Förnybar el med gröna certifikat, ansvarig för att i god tid informera marknaden om produktionsförändringar till följd av utfasningen av anläggningar ur systemet. Energimyndigheten avser att ta fram och etablera en tillfredsställande funktion för detta.

## Ordlista

CDM	Clean Development Mechanism, mekanism för ren utveckling, utsläppsminskningar genom investeringar i enskilda projekt
CESAR	Svenska Kraftnäts system för kontoföring av elcertifikat
Clearing Client	Clearing Customer has entered into an agreement with Nord Pool Spot and a Trading and Clearing Representative leaving it to the representative to perform trading in the Elspot market on it's behalf, but is itself liable for the settlement towards Nord Pool Spot
Clearing Member	An entity that has been approved by Nord Pool Clearing to have its Trades subject to Clearing with Nord Pool Clearing when meeting the requirements in the Clearing Rules
Clearing Representative	A Trading and Clearing Representative has entered into an agreement with Nord Pool Spot to trade in the Elspot market on behalf of Clearing Customers and may also trade on its own account.
Climex	Handelsplattform för handel i europeiska utsläppsrättigheter <a href="http://www.climex.com">www.climex.com</a>
ECX	European Climate Exchange, börs för handel med europeiska utsläppsrättigheter med säte i Amsterdam, <a href="http://www.europeanclimateexchange.com/">www.europeanclimateexchange.com/</a>
EEX	Electricity Exchange i Leipzig, Nord Pools tyska motsvarighet. <a href="http://www.eex.de">www.eex.de</a>
Elcertifikat	Producenterna av förnybar el får elcertifikat för den el som produceras. Varje MWh (megawattimme) ger ett elcertifikat
ETS	Emission Trading Systemet, utsläppshandelssystemet, del av de flexibla mekanismer enligt Kyoto avtalet för handel med växthusgaser, primär CO <sub>2</sub> .
EXAA	Energy Exchange Austria, Österrikes motsvarighet till Nord Pool med säte i Wien, <a href="http://www.exaa.at">www.exaa.at</a>
Forward	Typ av terminskontrakt med daglig avräkning
Future	Typ av terminskontrakt, med avräkning på lösendagen
ISD	EU: s Investment Services Direktiv som gäller sedan 1 januari 1996
JI	gemensamt genomförande, utsläppsminskningar genom investeringar i enskilda projekt, liksom CDM en projektbaserad mekanism

Motpartsrisk	Risken att motpart i en affär inte fullföljer sina åtaganden
Mäklare	Mellanhand mellan köpare och säljare, på finansiella marknader organiserar mäklare en stor del av → OTC-marknaden
Nord Pool	Den nordiska börsen för el, elcertifikat och utsläppsrättigheter, <a href="http://www.nordpool.no">www.nordpool.no</a>
NYMEX	New York Merkantile Exchange, en av världens största råvarubörser, <a href="http://www.nymex.com">www.nymex.com</a>
Option	En standard option ger ägaren rätten att köpa (köpoption) eller sälja (säljoption) en vara till ett förutbestämt pris vid en visst förutbestämd tidpunkt eller under en förutbestämd period.
OTC-marknad	Over the counter marknad, betecknar affärer som sker utanför börsen genom mäklare, en form av bilaterala avtal
Powernext	Fransk motsvarighet till Nord Pool, <a href="http://www.powernext.fr">www.powernext.fr</a>
SERO	Sveriges Energiföreningars Riksorganisation
Spotmarknad	Marknad för omedelbar fysisk leverans, på elmarknaden vanligtvis dagen efter
SvK	Svenska Kraftnät, svensk → TSO
Terminsmarknad	Marknaden för framtida leveranser av en underliggande vara, settlement sker antingen fysisk eller finansiell. En termin ger köparen rätten och förpliktelsen att köpa en vara vid en viss tidpunkt till ett förutbestämt pris I det senare fallet sker utbetalningar baserad på skillnaden mellan terminspriset och det aktuella spotpriset av varan.
TSO	Transmission System Operator, Stamnätsoperatör
Utsläppsrätt	En utsläppsrätt = 1 ton CO <sub>2</sub> utsläpp fram till 31.12.2007.
EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
EU	omfattar EU:s medlemsstater och EFTA-länder 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. Under utarbetning, och en del av Lamfalussy processen för att skapa en integrerad europisk finansmarknad, utökar och ersätter ISD.
NBK	Näringslivets börskommitté
NBL	2000-11-17 nr 80: Lov om børsvirksomhet m.m.
SOU	statens offentliga utredningar
UMM	Urgent Market Messages
VPHL	1997-06-19 nr 79: Lov om verdipapirhandel
VPL	lag (1991:981) om värdepappersrörelse

## Referenser:

(fler referenser finns som fotnoter i dokumentet).

- Akerlof, George, 1970, The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism, the Quarterly Journal of Economics, 84 (3), s.488-500.
- Avsar, S. Gulay; Goss, Barry A., 2001, Forecast Errors and Efficiency in the US Electricity Futures Market, Australian Economic Papers, 40(4), 479-99.
- 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.
- Longstaff, Francis A. och Wang, Ashley W, Electricity Forward Prices: A High-Frequency Empirical Analysis. Journal of Finance, Aug2004, 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.
- <http://www.montelpowernews.com/mainnewsstory.asp?id=100523>, 2006-02-09 13:27, Nord Pool i Dialog med stora industrikunder.
- SOU 2004:129. *El- och naturgasmarknaderna – Energimarknader i utveckling*. Slutbetänkande av El- och gasmarknadsutredningen. Rapport 3, Fritzes.
- Serletis, Apostolos, 1992, Maturity effects in energy futures, Energy Economics, 14(2), 150-157.
- Stoll, Hans, 1989, Inferring the components of the bid-ask spread: theory and empirical tests.
- 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.
- [www.nordpool.no](http://www.nordpool.no)
- [www.markedskraft.no](http://www.markedskraft.no)
- [www.neba.no](http://www.neba.no) .