

# Utredning om den Nordiska elbörsen

på uppdrag av



en rapport från

---

HÖGBOM SÖDERSTRÖM

---

maj 2003

## Innehållsförteckning

<b>1. Sammanfattning</b> .....	<b>3</b>
<b>2. Bakgrund</b> .....	<b>3</b>
<b>3. Uppdraget</b> .....	<b>4</b>
<b>4. Nord Pool idag</b> .....	<b>5</b>
<b>4.1. Organisation och verksamhet</b> .....	<b>5</b>
4.1.1. Derivathandel.....	6
4.1.2. Avistahandel.....	6
4.1.3. Clearing.....	6
4.1.4. Övrigt.....	7
<b>4.2. Handel</b> .....	<b>7</b>
4.2.1. Spothandel.....	7
4.2.2. Finansiell handel.....	8
<b>4.3. Medlemmar</b> .....	<b>8</b>
<b>5. Observationer och kommentarer</b> .....	<b>9</b>
<b>5.1. Inledning</b> .....	<b>9</b>
<b>5.2. Elbörsens utveckling</b> .....	<b>9</b>
<b>5.3. Händelseutvecklingen 2002</b> .....	<b>10</b>
<b>5.4. Några särskilda observationer</b> .....	<b>10</b>
5.4.1. Spotmarknadens marknadsandel.....	11
5.4.2. Utbudet på spotmarknaden.....	11
5.4.3. Prisområden.....	12
5.4.4. Likviditeten på den finansiella marknaden.....	12
5.4.5. Clearingen.....	13
5.4.6. Ägandet av Nord Pool.....	13
<b>5.5. Sammanfattning</b> .....	<b>15</b>
<b>6. Slutsatser – förslag på åtgärder</b> .....	<b>15</b>
<b>6.1. Gör en bred analys av marknadens funktion under vintern</b> .....	<b>15</b>
<b>6.2. Utvärdera nuvarande ägande av Nord Pool</b> .....	<b>15</b>
<b>6.3. Se över spotmarknadens effektivitet</b> .....	<b>16</b>
<b>6.4. Förbättra likviditeten i de finansiella produkterna</b> .....	<b>17</b>
<b>6.5. Överväg utökade nettningsmöjligheter inom clearing</b> .....	<b>17</b>
<b>Bilaga 1: Källhänvisningar</b> .....	<b>18</b>
<b>Bilaga 2: Beskrivning av Högbom-Söderström AB</b> .....	<b>19</b>

## 1. Sammanfattning

Den svenska elmarknaden har den senaste 10-årsperioden genomgått en dramatisk och framgångsrik avreglering. Jämfört med andra avregleringar har få problem uppstått och de flesta aktörer är nöjda med hur marknaden fungerar.

Det senaste årets kraftiga prisuppgång på el har dock blottat en del brister i marknaden och dess funktion. Utredningen har, efter ett 10-tal intervjuer med olika branschaktörer och genomläsning av ett antal dokument, kommit fram till följande sammanfattande slutsatser och förslag på förändringar.

- Det gångna året måste ses som det mest dramatiska i den avreglerade elmarknadens korta historia. Prisuppgången var kraftig och effekterna på marknaden blev stor. Gör därför en omfattande analys av händelserna under vintern 2002/03!
- Elbörsen Nord Pool är en viktig del av elmarknaden. När marknaden nu etablerats finns det anledning att se över infrastrukturen med bland annat ägandet i Nord Pool. Drivs Nord Pool optimalt eller kan andra ägare driva Nord Pool mer effektivt? Utred ägarfrågan!
- Se över spotmarknadens effektivitet. Gå bland annat igenom handelsteknik, genomlysning, utbudssidan och indelningen i prisområden! Sträva efter högre marknadsandel än dagens 32%!
- Förbättra likviditeten på den finansiella marknaden. Arbeta för att få fler aktörer på marknaden och för att göra elhandeln till en produkt för breda investerarkategorier! Uppmuntra fler market makers samtidigt som kraven på dem bör öka! Så länge inte god likviditet i samtliga produkter kan erbjudas bör antalet noterade instrument minska! Öka genomlysningen kring avslutsrapporteringen!
- Utred möjligheterna till större inslag av så kallad nettning i samband med clearing av genomförda affärer!

## 2. Bakgrund

Telge Energi (TE) har ifrågasatt vissa delar av handeln och prissättningen på elbörsen Nord Pool under vintern 2002/03. Särskilt har de extrema spotpriserna under perioden november 2002 till januari 2003 ifrågasatts. TE önskar ha detta belyst i jämförelse med hur andra börser än el fungerar, och har därför anlitat Högbom-Söderström AB (HS) för att utreda detta.

Utredningen har således framställts på uppdrag av TE. Dock har författarna läst material, intervjuat marknadsaktörer och därefter dragit sina egna, oberoende slutsatser. Alla observationer och kommentarer är författarnas egna och de förslag som läggs har ingen koppling till de uppfattningar och åsikter som TE har.

Utredningen har resulterat i föreliggande rapport. Rapporten inleds med en beskrivning av uppdraget och de frågeställningar TE önskar belysta. Därefter följer en genomgång av handeln med el med fokus på Nord Pool, dess verksamhet, organisation mm. I kapitel 5 redovisas observationer och kommentarer, samt i kapitel 6, förslag på åtgärder och förändringar mm. Rapporten avslutas med bilagor innehållande en hänvisning till de intervjuer och källor som ligger till grund för rapporten samt en kort beskrivning av Högbom-Söderström AB.

### 3. Uppdraget

Under perioden november 2002 – januari 2003 uppstod en kraftig prisökning på spotmarknaden på elbörsen Nord Pool. Med detta som utgångspunkt har TE följande frågeställningar som önskas belysta i utredningen:

- Vilka teoretiska förutsättningar krävs för en marknadsplats funktion och kan det, med denna teoretiska beskrivning som bakgrund, anses att marknaden för handel med el fungerat under ovan nämnda period?
- Vilken effekt har det på prisbildningen på Nord Pool att endast ca en tredjedel av elförbrukningen i Sverige handlas över börsen?
- Vilken effekt har det på prisbildningen att tre aktörer står för 90 % av kraftproduktionen i Sverige?
- Hur kan/bör priserna på en derivatmarknad påverkas av prissättningen på marknaden för de underliggande instrumenten?
- Vilka konsekvenser får den kraftiga volatiliteten på spotmarknaden under perioden november till januari på derivat marknaden?
- Varför får förändringar i spotpriset så kraftigt genomslag i de långa terminskontrakten, t ex för år 2004?
- Under december ökade "spreaden" (mellan köp- och säljkurs) på derivatmarknaden kraftigt och kunde för de terminskontrakt som avsåg den innevarande vintern ligga på 15 %. Är det normalt?
- Vilka börstekniska åtgärder kan vidtas för att minska volatiliteten?
- Finns det andra åtgärder som kan genomföras för att få marknaden för handel i el att fungera bättre?

Frågeställningarna ovan har varit utgångspunkt för de intervjuer som genomförts. Intervjuresultaten ska, tillsammans med inläsning av viss dokumentation och etablerad teori och erfarenhet från andra börsmarknader, ligga till grund för att utreda hur den relativt nyetablerade elbörsen i Norden fungerar samt, om möjligt, komma med förslag på förändringar som kan göra marknaden effektivare.

Intervjuerna har genomförts av Carl Johan Högbom. Analys, slutsatser och rekommendationer är framtagna av Carl Johan Högbom och Kent Söderström gemensamt. Rapporten har i utkastform diskuterats med TE och inga felaktigheter eller andra oklarheter återstår.

Den slutliga versionen har levererats i tre numrerade exemplar. VD i Telge Energi Försäljning AB har dessutom fått ett mailexemplar. HS har en egen version. Rapporten redovisas för TE på sätt som TE beslutar. TE äger rapporten och får distribuera den enligt eget önskemål.

## 4. Nord Pool idag

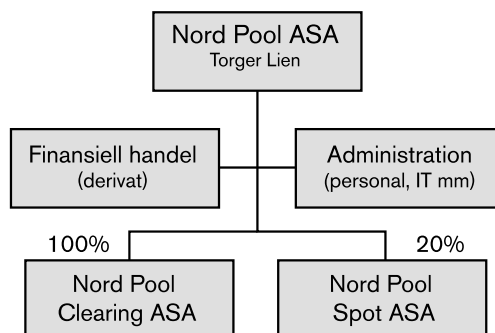
### 4.1. Organisation och verksamhet

Nord Pool bildades 1993 i Norge under namnet Statnett Marked. Bolaget blev norsk/svenskt 1996 då Svenska Kraftnät gick in som hälftenägare och bytte då namn till Nord Pool ASA. Finland anslöts 1998 och Danmark successivt under 1999 och 2000.

Under 2002 fick Nord Pool auktorisation som börs i enlighet med norska börsregler. Börsen organiserar idag både så kallad avista- som derivathandel samt clearing av kontrakt som handlas både på och utanför den egna marknadsplatsen. Antalet aktörer som handlar på Nord Pools olika marknader är drygt 300. Nord Pool har 95 anställda.

Resultatmässigt är Nord Pool ett lönsamt bolag. För verksamhetsåret 2002 omsatte koncernen ca NOK 300 miljoner och visade (inkl hel- och delägda bolag) en vinst på NOK 65 miljoner, en ökning från ca 50 miljoner året innan.

Principskiss över Nord Pools organisation



#### 4.1.1. Derivathandel

Derivathandeln benämns finansiell handel och innebär handel i kontrakt upp till fyra år. Verksamheten bedrivs i en särskild avdelning i moderbolaget. Handel erbjuds i olika derivat på det underliggande systempriset (se 4.2.1. nedan). För närvarande noteras optioner, futures och forwards varav handeln i optioner i princip är obefintlig. Marknadsandelarna i de båda övriga produkterna uppges vara 40-50% relativt den externa handeln i liknande produkter.

Denna del (inkl optionshandeln) handlas således utanför börsen, främst bilateralt direkt mellan aktörerna.

Ett viktigt inslag i handeln är aktiviteten av market makers. Under året har antalet market makers minskat från sju till fyra vilket sannolikt försämrat likviditet och effektivitet i marknaden.

Den finansiella handeln visade 2002 en vinst på NOK 8,5 miljoner.

#### 4.1.2. Avistahandel

Avistahandeln bedrivs i ett särskilt bolag – Nord Pool Spot AS – och innebär handel i fysisk el för leverans under kommande dag. Bolaget ägs till 20% av Nord Pool ASA. Resterande del ägs till 20% var av de systemansvariga nätbolagen i Sverige (Svenska Kraftnät), Norge (Statnett), Finland (Fingrid) och Danmark (Eltra och Elkraft System 10% var). Nord Pool Spot köper vissa administrativa tjänster från Nord Pool ASA, t ex IT, marknadsövervakning och säkerhetsberäkningar.

Över Nord Pool Spot handlades 2002, 32% av den totala elförbrukningen i Norden, en ökning från 29% året innan. Bolaget visade 2002 en vinst på NOK 9,6 miljoner.

#### 4.1.3. Clearing

Clearingverksamheten är bolagiserad och drivs i det helägda bolaget Nord Pool Clearing ASA. Bolaget går in som motpart i alla börsaffärer och övertar därmed riskerna från marknadsaktörer. Även en stor del (enl. Nord Pool c:a 80-90%) av den bilaterala handeln clearas. Det innebär att aktörer som handlar utanför Nord Pool, direkt med varandra, använder sig av Nord Pool för clearing av handeln. Clearingen av den bilaterala handeln står för ca 2/3 av totalvolymen varav optioner står för 30%. Verksamheten är den mest lönsamma inom Nord Pool och visade 2002 ett resultat på NOK 42,8 miljoner.

#### 4.1.4. Övrigt

Nord Pool äger också (vid årsskiftet 2002/03) 20% i det norska clearingbolaget NOS ASA (tidigare Norsk Oppgørssentral), 33,3% i Nord Pool Consulting AS samt 17,4% i den tyska kraftbörsen EEX (European Energy Exchange).

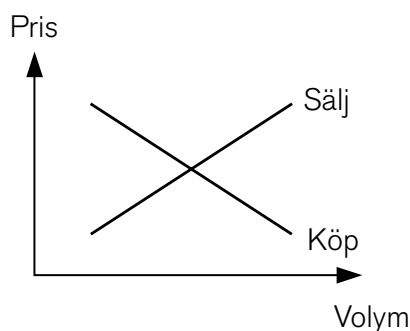
### 4.2. Handel

Handel sker på två separata marknader, spotmarknaden för handel med fysisk el med leverans nästa dag samt på den "finansiella" marknaden som innebär handel med korta och långa kontrakt. Den finansiella marknaden används både som en "hedgemarknad" för aktörer som vill/behöver skydda sina positioner på spotmarknaden, och som en "spekulationsmarknad" för aktörer som vill tjäna pengar på svängningarna i det underliggande spotpriset.

Handel sker till övervägande del i norska kronor (NOK). Viss handel i Euro har inletts.

#### 4.2.1. Spothandel

Handeln på spotmarknaden och den finansiella marknaden bedrivs elektroniskt men på olika sätt. Elspothandeln avser daglig fysisk handel på nordisk basis för nästföljande dygns timmar. Handeln bedrivs i auktionsform och när budtiden löper ut klockan 12:00 varje dag, fastställs ett så kallat systempris som avser priset för leverans varje enskild timme nästkommande dag. Priset framräknas genom att alla köp- och säljorder sammanförs i utbud- och efterfrågekurvor. Där kurvorna möts finns jämnvikten, innebärande att pris och volym kan fastställas (se figuren nedan). Pris och volym vid "kryset" blir sedan offentlig information.



När priset fastställts ges information på Nord Pools hemsida om pris och volym för varje timme. Detta pris kallas systempriset.

Om överföringskapaciteten inom Norden räcker till, blir systempriset lika med det pris som används i hela Nord Pools täckningsområde. Ofta finns dock flaskhalsar i systemet innebärande att olika priser gäller i olika regioner. I dagsläget finns sex sådana regioner, även kallade prisområden.

Nord Pools marknadsandel av den fysiska elhandeln var 2002, som tidigare nämnts, 32%. Resterande del görs upp utanför börsen, ofta bilateralt i långsiktiga kontrakt mellan köpare och säljare. Ofta används priset på spotmarknaden som utgångspunkt för sådana avtal.

En annan förklaring kan vara att vissa producenter har "egna" försäljningsavdelningar/divisioner/bolag där leveranser till kundledet går direkt, utan att passera Nord Pool. Konkret information om handeln (t. ex pris och volym) utanför Nord Pool saknas.

#### 4.2.2. Finansiell handel

Den finansiella handeln hanteras annorlunda. Här har Nord Pool tagit fram ett antal standardiserade produkter med olika konstruktioner och olika löptider. Totalt erbjuds handel i ett 50-tal futures/forwards och ca 100 optioner.

I samtliga produkter kan köp- och säljbud läggas och när dessa möts kommer ett avslut till stånd. Denna handel är således en mer traditionell så kallad orderbokshandel.

Nord Pools marknadsandelar för den finansiella handeln varierar för olika produkter. Som ovan nämnts är den enligt Nord Pool ca 40-50% för futures/forwards medan den är i princip 0% för optioner. All handel sker med det underliggande systempriset i NOK som grund. Aktörer som behöver skydda positioner i andra prisområden eller i andra valutor, får göra det på den s.k. OTC-marknaden utanför Nord Pool.

Ett annat sätt att mäta marknadsandelen är att titta på clearingverksamheten. Av den totala volymen var ca 1/3 börshandlat d.v.s. 2/3 var det inte. Det innebär att handeln utanför börsen är minst dubbelt så stor som börshandeln. För den del av OTC-handeln som rapporteras till clearingen på Nord Pool offentliggörs viss information.

#### 4.3. Medlemmar

Nord Pool har idag drygt 300 medlemsföretag. Det finns olika typer av medlemskap dels beroende på vilken marknad man handlar och dels beroende hur pass direkt man är inblandad i clearingen av genomförda avslut. Flest aktörer finns på den finansiella marknaden. Ungefär hälften av medlemsföretagen är norska (154 st). Svenska företag kommer god tvåa (80), Finland (39) och Danmark (21) därefter. Utanför Norden är Storbritannien (10) störst, därefter kommer Holland (4), Tyskland (3) och USA (2)



Tillsammans med medlemskretsen bedrivs ett antal samarbetsgrupper. I dessa diskuteras förändringar av regelverk, produktflora mm.

## 5. Observationer och kommentarer

### 5.1. Inledning

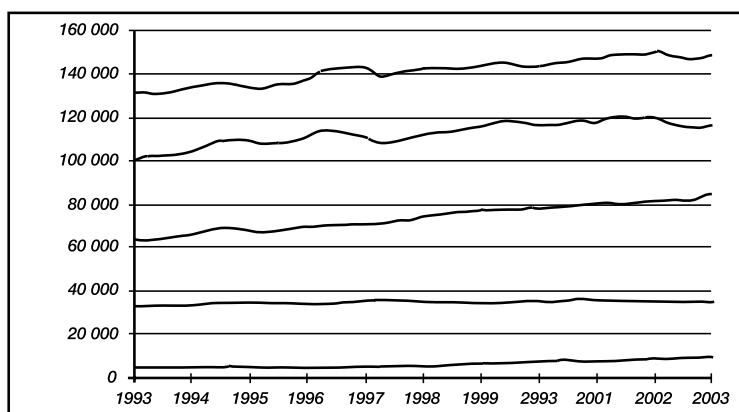
Avregleringen av den svenska elmarknaden har nu pågått i cirka 10 år. Inledningen kan sägas vara bolagiseringen av Vattenfall som inträffade 1992 och som bland annat fick till följd att en uppdelning skedde mellan produktion/försäljning respektive distribution av el. Vattenfall AB blev en kommersiell aktör medan Svenska Kraftnät fick ansvar för stamnätet.

Därefter kom förändringarna i snabb takt. En elmarknadsreform genomfördes, ny ellagstiftning beslutades och ett helt nytt regelverk infördes, efter viss fördröjning, från och med 1996.

Internationellt sett anses den svenska avregleringen som lyckad och de flesta aktörer som intervjuats i denna utredning anser också att så är fallet. Som i all avreglering har dock inte allt blivit perfekt direkt utan vissa förändringar anses nödvändiga. Detta till trots är utredningens övergripande slutsats att den svenska (och nordiska) elmarknaden genomgått en framgångsrik och snabb avreglering.

### 5.2. Elbörsens utveckling

Det kan konstateras att elbörsen Nord Pool efter sin födelse i Norge etablerats som en framgångsrik och lönsam nordisk börsverksamhet, även med bredare internationella mått mätt. Nord Pools handel och marknadsandelar har hela tiden ökat, mest avseende den finansiella handeln. Visserligen började man från en låg nivå och visserligen har den underliggande totala elförbrukningen i Norden också ökat (se figur nedan), men Nord Pools framgång är ett faktum.



12 månaders bruttoförbrukning  
1993-2002, i Norden.  
Uppifrån: Sverige, Norge,  
Finland, Danmark och Island.  
Enhet: GWh.  
Källa: Nordel

Lönsamheten är god och marknaden verkar relativt nöjd med hur prissättningsmekanismen för den fysiska elen generellt fungerar.

Det finns dock inslag i verksamheten som möter viss kritik. När dessa penetreras framkommer några principiella frågor som kan vara intressanta att vidare belysa.

### **5.3. Händelseutvecklingen 2002**

Kritiken har sin grund i den kraftiga prisuppgången på spotmarknaden som inleddes under den senare delen av 2002. Efter ett extremt torrår stiger priserna och debatten i media tilltar. För aktörerna på elmarknaden är detta något nytt då liknande snabba prisförändringar på den underliggande spotmarknaden, inte skådats tidigare. Förutom de problem som drabbade marknaden i samband med Enrons kollaps hösten 2001, är detta den första riktiga kris som drabbat elmarknaden. Tack vare snabbt agerande av Nord Pool och marknaden i övrigt, gick stängningen av Enrons positioner snabbt och i princip problemfritt.

I samband med prisuppgången vintern 2002/03 uppstår dock problem. På den finansiella marknaden följer priserna naturligt nog med upp. Anmärkningsvärt är dock att även priserna på långa kontrakt stiger i princip lika kraftigt som de korta. Med de stigande priserna följer stigande kostnader för säkerhetsställande och handeln blir generellt sett betydligt dyrare. I de produkter som över huvud taget har priser, minskar volymerna och likviditeten försvinner.

En förklaring som hörts är att några producenter tidigt sålde på termin och sedan blev sittande utan ytterligare leveransmöjligheter när priset fortsatte upp. Detta gjorde att priset steg än mer eftersom det blev volymbrist på utbudssidan. En allmän slutsats är att marknaden inte fungerade under denna period.

### **5.4. Några särskilda observationer**

Med tanke på branschens korta livslängd och därmed ringa erfarenhet av kraftiga svängningar, borde det senaste årets handel undersökas noga och ligga till grund för omfattande analyser av såväl börsens regelverk och handelsteknik som marknadens uppbyggnad, infrastruktur och ägande. Sannolikt finns det internationella slutsatser att dra. Hur har t. ex andra råvarumarknader reagerat vid liknande prisfluktuationer? Finns det undersökningar kring detta? Har det i så fall resulterat i strukturella förändringar? Här borde Nord Pool eller någon annan branschaktör ta initiativet till en bred analys!

Förutom ovanstående kommentar om händelserna den gångna vintern, förtjänar också några andra områden särskilda kommentarer.

### 5.4.1. Spotmarknadens marknadsandel

År 2002 var spotmarknadens andel av den totala elförbrukningen i Norden 32%. Som ovan nämnts anser de flesta aktörerna att prisbildningsmekanismen fungerar och att marknadsandelen uppenbarligen är tillräckligt stor för att priset visar det korrekta förhållandet mellan utbud och efterfrågan. Alla är dock i princip överens om att det behövs en bättre genomlysning av de 68% som inte direkt går över spotmarknaden.

Hur ser den handeln ut? Till vilka priser görs den? Är det så att 68% verkligen görs utanför börsen eller är det en effekt av sättet att handla och att många aktörer sluter bilaterala avtal med spotpriset som grund? Det faktum att några producenter har systemorganisationer (separata avdelningar, divisioner eller bolag) som säljer till slutkund påverkar naturligtvis också statistiken. Varför skulle denna el säljas via börsen med de merkostnader det innebär? Problemet för dessa producenter (eller egentligen deras ägare) är att de konkurrerar med sina egna kunder vilket alltid är ett problem. Hur ska man som kund till denna producent vara säker på att inte den egna försäljningsorganisationen gynnas? Är det verkligen helt vattentäta skott mellan de olika verksamhetsområdena?

En större redovisad marknadsandel skulle öka tilliten för spotpriset och minska utrymmet för kritik. Nord Pool borde utöka sina ambitioner och sätta ett mål för marknadsandelen. Kanske bör den bilaterala handeln rapporteras in till Nord Pool och redovisas som den externa handel den är?

Eller är kanske den valda handelstekniken ett problem? Kunde en mer traditionell orderboksdriven handel, ungefär som på den finansiella marknaden, locka fram större volymer? Sannolikt borde åtminstone informationen öka avseende utbuds- och efterfrågekurvorna. Hur ser kurvorna ut? Vilka volymer efterfrågas respektive bjuds ut på de olika prisnivåerna?

### 5.4.2. Utbudet på spotmarknaden

På en traditionell börsmarknad finns köpare och säljare och priset etableras där deras utbud och efterfrågan möts. För att priset ska bli "korrekt" förutsätts ett stort antal aktörer, en likvid och väl genomlyst handel samt god information om händelser som påverkar marknaden.

På en råvarumarknad som Nord Pool kan det vara svårt att skapa den mångfald som kännetecknar en "korrekt" marknad. Köpsidan får dock sägas ha lyckats men säljsidans mångfald kan ifrågasättas. Om man med säljsida menar de producenter som levererar el sägs det att i Sverige står tre aktörer för mer än 4/5 av utbudet medan det i ett nordiskt perspektiv kan anses vara fem aktörer.

Oavsett om det är tre eller fem eller om marknaden är svensk eller nordisk, så kan det inte anses optimalt. Särskilt inte som de samarbetar och äger vissa produktionsanläggningar gemensamt. Bara möjligheten att man som säljare (d.v.s. producent) av el känner till att utbudet från en annan stor aktör kommer att minska (d.v.s. en anläggning ska avställas under en period), borde vara tillräckligt för att ändra förhållandena.

Denna punkt är dock svår att åtgärda. Tendensen är, liksom i många andra branscher, att kostsam produktion koncentreras till ett fåtal aktörer. För elmarknaden är sannolikt enda möjligheten att infrastrukturen byggs ut så att centraleuropeiska producenter kan delta i handeln på lika villkor som de nordiska. Om detta är realistiskt eller inte ligger utanför kompetensen hos författarna till denna rapport. En möjlig åtgärd kan vara att förbättra informationen om driftavbrott, både planerade och oplanerade, så att det informationsövertag som vissa aktörer kan ha, minimeras.

### 5.4.3. Prisområden

Ur ett strikt börsperspektiv måste uppdelningen i prisområden kritiseras. Att det på samma marknadsplats finns olika priser på samma produkt beroende på var köparen bor, är knappast att betrakta som optimal prissättning. Att det finns förklaringar till detta och att det kanske inte är samhällsekonomiskt motiverat att bygga bort orsaken till det, hindrar inte att indelningen i prisområden minskar effektiviteten i börsmarknaden och att strävan borde vara att minimera effekterna av indelningen.

### 5.4.4. Likviditeten på den finansiella marknaden

Aktiviteten på den finansiella marknaden har stigit dramatiskt de senaste åren. Omsättningen i kronor under 2002 är nästan sju ggr större än på spotmarknaden och i underliggande el drygt åtta ggr större. 1996 var handeln på de båda marknaderna i princip lika stora. Ökningstakten har dock minskat något det senaste året, bland annat beroende på Enrons sorti från marknaden.

Trots de höga volymerna har det riktats kritik mot likviditet och prissättning på den finansiella marknaden. Orsakerna som anges är många. För få och för feiga aktörer, dålig uppföljning av market makers åtaganden, tröghet i samband med införandet av nya produkter, för många produkter och allmänt tveksam prissättning av långa produkter, är några av de kommentarer som fällt.

Det kan konstateras att många produkter saknar tvåvägspriser (d.v.s. både köp- och säljkurser). Vidare lär det vara svårt att göra större avslut eftersom volymerna helt enkelt inte räcker till. Bortfallet av ett antal market makers den senaste tiden bidrar förstås till detta samtidigt som kraven på de återstående market makers inte alltid följs upp. Alltför stora spreadar borde t. ex kunna regleras bort genom market maker regelverket.

Det är givetvis av yttersta vikt att det finns aktiva market makers på en derivatmarknad. Saknas dessa finns inte förutsättningar för en fungerande handel. Ackvirering av nya måste därför vara högprioriterat och en breddning av antalet till mer traditionella derivataktörer vore önskvärt. Det finns t ex inga nordiska banker eller andra traditionella börsaktörer med som market makers på Nord Pool.

Vidare kunde en bättre genomlysning av affärstyper kunna motiveras. Det är t. ex intressant att veta om en aktör handlar för kunds eller för egen räkning.

#### 5.4.5. Clearingen

Clearingen bedöms allmänt fungera väl och vara en av framgångsfaktorerna bakom Nord Pool. I den mån kritik framställs är den av marginell karaktär. Det stigande spotpriset under vintern 2002/03 ledde naturligt nog till kraftigt höjda clearingkostnader för aktörerna. En av orsakerna anses vara att Nord Pool är väl försiktig i sina säkerhetskrav. Vad vi känner till har någon affär aldrig behövt backas vilket i och för sig är positivt men det kan också tyda på att kraven på marginaler är allt för höga. Dock används internationellt vedertagna modeller för säkerhetsberäkningar vilket borde innebära att marginalerna är rimliga.

Ett område inom clearingen som dock skulle kunna ses över är möjligheten till s.k. netting. Idag är det möjligt att netta ut vissa positioner mellan finansiella produkter. Däremot är det inte möjligt att göra detsamma mellan en position på den fysiska marknaden och en på den finansiella.

Om en aktör tar en position för fysisk leverans som han vill säkra upp med en finansiell produkt, måste han ställa säkerheter för båda affärerna fast den senare just kommit till i syfte att ta bort risken. Denna affär skulle således kunna bli mycket billigare om man kunde netta ut sina risker mellan de båda marknaderna. Detta är dock inte möjligt idag, beroende bl. a. på legala skäl. Dessutom är det komplicerat eftersom riskerna i de båda marknaderna kan vara av helt olika karaktär. Här finns dock så stor potential att frågan åtminstone borde utredas.

#### 5.4.6. Ägandet av Nord Pool

Trenden mot bolagisering och kommersialisering av börsverksamhet är tydlig i världen. På aktiesidan gick Stockholm och Sydney i täten med processer som påbörjades för snart 10 år sedan. Övriga världen följer nu i de utstakade fotspåren även om tveksamheten i början var massiv. De flesta tar steget direkt till strikt vinstdrivande börser medan några väljer en bolagisering med ägande från branschen. Det formella skälet brukar vara att börsverksamhet är för viktigt för att släppas helt i händerna på de kommersiella krafterna.

Det verkliga skälet är oftast att branschens aktörer inte vill släppa kontrollen över marknadsplatsen med de risker det kan föra med sig för den egna intjäningen. Slutkundens intresse tenderar då ofta att komma i andra hand.

I Stockholm valdes en medelväg när Stockholms Fondbörs bolagiserades 1993 och fick börsmedlemmarna (läs bankerna) och börsbolagen som ägare. De båda grupperna skulle äga 50% var men eftersom bankerna var både börsmedlemmar och börsnoterade blev deras inflytande stort. De köpte dessutom aktier av börsbolag som såg ägande i Fondbörsen som artfrämmande verksamhet. När OM sedan köpte Stockholms Fondbörs 1998 blev börsen strikt affärsmässig i sitt agerande. Syftet var bl. a att dra fördelarna av det nära sambandet mellan avista- och derivathandeln.

Bankerna valde att sälja sitt innehav i utbyte mot ägande i OM och löften om inflytande via styrelseposter mm. Enligt säkra källor ångrar bankerna nu att man sålde Fondbörsen. Man tycker att OM driver börsen utan att ta tillräcklig hänsyn till deras intressen. Det tyder på att det var rätt ur marknadens och slutkundernas synvinkel, att affären kom till stånd.

Ägandet i Nord Pool liknar mycket det Stockholmsbörsen fick inledningsvis. Marknadens aktörer, här i form av de systemansvariga nätbolagen, äger börsen och driver den i syfte att vara så effektiv som möjligt. Marknadens effektivitet går före den sista vinstkronan. Inflytande från övriga aktörer uppnås genom olika former av samarbetsgrupper där förändringar och nyheter diskuteras. Skillnaden mellan ägare, kunder och övriga intressenter kan vara oklar. I vilken roll träffar t. ex. Vattenfall Nord Pool? Det beror förstås på vilken person som träffar Nord Pool men alla Vattenfallanställda borde ha Vattenfalls bästa i åtanke när man träffar externa personer. Frågan är om detta är den mest effektiva lösningen?

Det finns förstås risker med, och frågor kring, en strikt affärsmässig elbörs:

- Kan man driva börsen strikt affärsmässigt när den i princip har monopol?
- Börsen gör väl tillräckligt med vinst som det är?
- Vilka skulle vara bättre ägare än nuvarande?

Man kan också vända på frågeställningarna och fråga sig:

- Är Börsen tillräckligt effektiv, snabb och kundvänlig med sitt nuvarande kooperativa ägande?
- Läger marknadens aktörer ibland det egna intresset framför Börsens när man fattar beslut?
- Kan en risk för ökad konkurrens kanske få Börsen att sänka transaktionskostnaderna?

Man kan dra olika slutsatser av detta resonemang, det finns inga självklara svar. Nord Pool har idag valt att bolagisera Spotmarknaden och släppa in externa ägare. Den finansiella marknaden ägs däremot till 100%. Uppenbarligen har man tyckt det är rimligt att ha olika ägande i de båda marknaderna. Detta kan och bör man titta vidare på.

## **5.5. Sammanfattning**

I kapitlet ovan har en mängd observationer redovisats, några små och andra stora. Frågan om Nord Pools ägande är givetvis den största och mest omfattande och det finns olika sätt att angripa den och övriga observationer.

I nästa kapitel ges några konkreta förslag på hur man skulle kunna gå till väga.

## **6. Slutsatser – förslag på åtgärder**

Med hänvisning till föregående kapitel redovisas nedan några konkreta förslag på åtgärder i syfte att öka marknaden effektivitet. Det är inga färdiga lösningar utan mer förslag på vad som bör gås igenom och på vilket sätt.

### **6.1. Gör en bred analys av marknaden funktion under vintern**

Gör en omfattande analys av händelserna under vintern 2002/03. Prisutvecklingen var dramatisk och effekterna på marknaden var stor. Det gångna året måste ses som det mest dramatiska i den avreglerade elmarknadens historia. Många har säkert redan påbörjat en genomgång av händelserna men poängen med denna analys skulle vara att den blev "neutralt" framtagen och bred i sitt omfattning. Den borde göra internationella jämförelser och få i princip fria händer att föreslå åtgärder.

### **6.2. Utvärdera nuvarande ägande av Nord Pool**

Nord Pool ASA ägs idag av de svenska och norska systemansvariga nätbolagen Svenska Kraftnät och Statnett. Inom Nord Pool ASA finns den till sin helhet ägda finansiella marknaden (som är en del av moderbolaget), 100% av clearingbolaget och 20% av den bolagiserade spotmarknaden. Utöver detta finns visst ägande i andra bolag som omnämnts tidigare i rapporten.

Med tanke på utvecklingen i omvärlden och att Nord Pool nu framgångsrikt etablerats, kan det vara aktuellt att se över ägarstrukturen. Det kan ske på olika sätt:

- Kanske kan hela Nord Pool drivas mer affärsmässigt med andra ägare.
- Kanske är det nya ägandet av spotmarknaden bra och det är den finansiella marknaden som mer borde sättas under press. Genom att bolagisera och sedan sälja ut hela eller delar av den finansiella marknaden, kan kanske en mer dynamisk, snabbfotad och kundorienterad verksamhet bedrivas.
- Kanske ska clearingbolaget säljas eller spridas till fler ägare. Att inte äga clearingen innebär kanske att man kan handla upp tjänsten billigare från marknaden.
- Kanske en kombination av några av punkterna ovan.

Poängen är att det är dags att se över strukturen och inte ta för givet att nuvarande struktur och ägande är optimalt.

### **6.3. Se över spotmarknadens effektivitet**

Inom spotmarknaden har flera kommentarer givits i föregående kapitel. För att initiera förändringar inom några av dessa områden föreslås:

- Förbättra genomlysningen av den fysiska handeln som inte går över spotmarknaden. Sträva efter högre marknadsandelar genom att t. ex. överväga tvingande (via medlemsavtalet) inrapportering av extern handel och ta ut en mindre avgift för densamma. Då minskar incitamenten att handla bilateralt utanför Börsen. Avgiften motiveras med att även externa aktörer drar nytta av den prisbild som skapas via Nord Pool. De intäkter som detta ger kan användas till att sänka priset för börshandeln vilket ytterligare minskar fördelarna med handel utanför börsen.
- Öka informationen kring priskurvorna. Offentliggör inte bara pris och volym vid priskrysset. Överväg också annan handelsteknik, utred t. ex. övergång till orderboksdriven handel.
- Sträva efter ökat utbud på spotmarknaden, gärna med internationella ambitioner. Driv frågor om utökad överföringskapacitet.
- Säkerställ att företag som deltar i flera led i produktionskedjan, verkligen har vattentäta skott mellan sina olika verksamheter.
- Se över informationsgivningen om planerade och oplanerade driftstörningar. Ha t.ex. en sida på Nord Pools hemsida med realtidsinformation från de större produktionsanläggningarna.
- Sträva efter färre prisområden. Målet bör vara ett prisområde för hela Nord Pool.



#### 6.4. Förbättra likviditeten i de finansiella produkterna

En väl fungerande derivatmarknad är av största vikt för såväl aktörer på spotmarknaden som för rena finansiella aktörer. En sådan marknad kräver ett stort antal aktörer, en likvid och väl genomlyst handel, effektiva system för handel och clearing, låga transaktionskostnader samt god information om händelser som påverkar marknaden. Om någon av dessa egenskaper saknas blir prissättningsmekanismen ineffektiv och därför föreslås:

- Öka antalet aktörer. Uppmuntra en bredare investerarbas och gör finansiella elprodukter (t ex elfonder) till en folklig produkt. Öka den publika informationen om elhandeln. Delta i aktiviteter tillsammans med annan finansiell handel, t. ex aktiehandeln.
- Öka inslaget av market makers. Om nödvändigt, förbättra villkoren och överväg t. ex. att betala för prisställande. Ställ å andra sidan högre krav på dem och följ sedan upp kraven noggrant.
- Se över processen för införande av nya produkter. Ställ högre krav på likviditet, t. ex genom fler market makers per produkt. Så länge detta inte kan uppfyllas bör färre produkter noteras. Snabba på införandet genom att dra ner på kraven på consensus i beslutsfattandet. Notera bara produkter där god likviditet kan förväntas.
- Förbättra genomlysningen av avsluten. Inför t. ex separat redovisning av kund- respektive egenaffärer.

#### 6.5. Överväg utökade nettningsmöjligheter inom clearingen

Clearing i allmänhet och nettning i synnerhet, är komplicerad verksamhet. I kapitel 5 tidigare berörs den i huvudsak väl fungerande clearingen inom Nord Pool. Frågan om nettning mellan spot- och den finansiella marknaden, är dock värd att undersöka. Kanske kan den avfärdas omedelbart eftersom det med dagens olika regelverk för de finansiella och fysiska marknaderna, inte är möjligt att netta. Kanske kan det göras möjligt legalt men de olika riskerna (avräkningsrisk contra sk scenariorisk) på respektive marknad, omöjliggör nettning i praktiken. Men, besparingspotentialen är så stor att frågan ändå bör besvaras. Därför föreslås:

- Utred möjligheterna till nettning mellan positioner på spotmarknaden mot positioner i den finansiella marknaden.

## **Bilaga 1: Källhänvisningar**

Intervjuer (från slutet på mars till början på maj 2003):

- Adolfson, Fredrik, Vattenfall
- Flyckt-Rosén, Fredrik, Markedskraft
- Goldkuhl, Stefan, Telge Energi
- Granström, Per-Olof, Svensk Energi
- Haglind, Erik, Vattenfall
- Hammarstedt, Urban, Nord Pool
- Kearsly, Roger, Svenska Kraftnät
- Lindqvist, Henrik, Telge Energi
- Nilsson, Rickard, Nord Pool
- Thelin, Peter, styrelseledamot Nord Pool
- Öhnell, Johan, Telge Energi

### **Informationsmaterial:**

- Elkonkurrensutredningen (SOU 2002:7)
- Öberoende elhandlares visionsdokument
- Årsredovisning Nord Pool, 2001 och 2002
- Årsredovisning Vattenfall, 2002
- Årsredovisning Svenska Kraftnät, 2002
- Den svenska elmarknaden och Svenska Kraftnäts roll, november 2002
- Medlems- och clearingavtal Nord Pool
- Diverse informationsmaterial Nord Pool

## **Bilaga 2: Beskrivning av Högbom-Söderström AB**

Högbom-Söderström AB bildades 2001 och är ett fristående konsultföretag med bred börsbakgrund. Högbom-Söderström AB arbetar som rådgivare till företag på eller på väg till Börsen samt till organisationer och myndigheter inom börs- och finansområdet. Företaget ägs till 50% vardera av de båda grundarna Carl Johan Högbom och Kent Söderström.

Carl Johan Högbom är civilekonom och arbetade på Stockholmsbörsen mellan 1981 och 2001, de två sista åren som VD och Börschef.

Kent Söderström är civilekonom och kom 2001 från Trio AB där han arbetade fem år som finans- och ekonomichef. Dessförinnan arbetade han åtta år på Stockholmsbörsen, bl a som chef för marknadsövervakningen.