

Marknadsövervakning på den nordiska elmarknaden

Uppdragsforskningsrapport 2013:4

En rapport skriven av
Niclas Damsgård och Saara Hollmén
på uppdrag av Konkurrensverket

Konkurrensverkets uppdragsforskningsrapport 2013:4

Utredare: Niclas Damsgaard och Saara Hollmén

ISSN-nr 1652-8069

Konkurrensverket, 2013

Foto: Matton Images

Förord

I Konkurrensverkets uppdrag ingår att främja forskning på konkurrens- och upphandlingsområdet.

Konkurrensverket har gett Niclas Damsgaard vid Sweco i uppdrag att, inom ramen för Konkurrensverkets uppdragsforskning, belysa hur marknadsövervakningen är utformad för olika elmarknader, samt jämföra detta med marknadsövervakning för andra råvarumarknader och finansiella marknader.

Marknadsövervakning är en central komponent för att säkerställa att Norden har väl fungerande elmarknader och att trovärdigheten för dessa upprätthålls. Rapporten ger en ökad kunskap om hur marknadsövervakningen är utformad på olika marknader och diskuterar en möjlig utveckling av den framtida marknadsövervakningen på den nordiska elmarknaden.

Till projektet har knutits en referensgrupp som har bestått av Anders Acebo, (Setterwalls), Petri Eväsoja (Fortum), Kaj Forsberg, (Energimarknadsinspektionen), samt Sten Åkesson (Finansinspektionen). Från Konkurrensverket har Stig-Arne Ankner, Lena Fredriksson, Linda Skoogberg samt Joakim Wallenklint deltagit.

Det är författaren som svarar för slutsatser och bedömningar i rapporten.

Stockholm, september 2013

Dan Sjöblom
Generaldirektör

Innehåll

Sammanfattning	6
Summary	11
1 Inledning	16
1.1 Slutsatser och rekommendationer	17
2 Den nordiska elmarknaden	19
2.1 Marknaden för fysiska leveranser.....	19
2.2 Den finansiella elmarknaden.....	20
2.2.1 Aktörer på den finansiella marknaden	21
2.2.2 Kontrakt på den finansiella marknaden	22
2.2.3 Den finansiella marknadens återverkan på slutkundspriser	23
2.3 Andra relaterade marknader	24
2.3.1 Handeln med elcertifikat.....	24
2.3.2 Handeln med utsläppsrätter.....	24
3 Förutsättningar för en väl fungerande konkurrens	25
3.1 Strukturen på den nordiska elmarknaden.....	25
3.1.1 Produktionsteknologiernas inverkan på marknadsmakt.....	25
3.1.2 Informationsasymmetrier.....	26
3.2 Beteende och utfall	27
4 Regelverket i nuläget	29
4.1 Nordisk och svensk reglering.....	29
4.1.1 Konkurrenslagstiftning och sektorspecifika regleringen.....	29
4.1.2 Värdepapperslagen – MiFID- och MAD-regleringen	30
4.2 Marknadsplatsernas regelverk och marknadsövervakning.....	32
4.3 Ansvariga myndigheter.....	35
4.3.1 Nationella regleringsmyndigheter för elmarknaden	35
4.3.2 Konkurrensmyndigheter	36
4.3.3 Tillsynsmyndigheter för finanssektorn.....	37
4.3.4 Samarbete mellan nordiska myndigheter.....	38
4.3.5 Marknadsövervakning i nuläget.....	38
5 Regelverket i ändring	41
5.1 Inledning.....	41
5.2 REMIT-regleringen.....	41
5.3 Översyn av MiFID- och MAD-regleringen.....	45
5.4 Övriga regelverk.....	48

5.4.1	EMIR-regleringen.....	48
5.4.2	FEDT-regleringen.....	48
5.5	ACER - Ny tillsynsmyndighet på europeisk nivå	49
5.6	Implementering av REMIT-regleringen.....	49
5.7	Marknadsövervakning efter REMIT-regleringen	51
6	Jämförande analys.....	55
6.1	Europeiska aktiemarknaden.....	56
6.1.1	Nasdaq OMX Nordic marknadsövervakning	56
6.1.2	Utmaningen på den europeiska aktiemarknaden	58
6.2	Europeiska elmarknader	60
6.2.1	EPEX SPOT.....	60
6.2.2	EEX	61
6.3	Amerikanska elmarknader	62
6.3.1	Övervakning av fysiska elmarknader	62
6.3.2	PJM	64
6.3.3	Andra marknadsplatser.....	66
6.3.4	Finansiella elmarknader: CFTC.....	66
7	Policyförslaget.....	68
8	Referenser	73
	Bilaga - ordlista.....	75

Sammanfattning

Den generella expertbilden är att den nordiska elmarknaden fungerar relativt väl, och det gäller särskilt i en internationell jämförelse. Samtidigt är det väl känt att elmarknader är känsliga för manipulation och utövande av marknadsaktörers makt. Detta beror bl.a. på låg priselasticitet, behovet att momentant matcha utbud och efterfrågan, begränsad överföringskapacitet och informationsasymmetrier.

Marknadsövervakningen är en central komponent för att säkerställa väl fungerande elmarknader och att trovärdigheten för elmarknaderna upprätthålls. Detta projekt är ett uppdragsforskningsprojekt finansierat av Konkurrensverket med syftet att förbättra kunskapen om hur marknadsövervakningen är utformad och att föreslå förändringar av marknadsövervakningen på den nordiska elmarknaden. Resultaten baseras på en komparativ studie av hur marknadsövervakningen är utformad för olika delar av elmarknaden samt en jämförelse med marknadsövervakningen för andra marknader.

I rapporten betraktas marknadsövervakning som en funktion i tre steg. Det första steget är marknadsaktörernas egna interna kontrollfunktioner. Därefter har marknadsplatserna en marknadsövervakning med syfte att säkerställa att aktörerna följer regelverket. Slutligen sker en övervakning på myndighetsnivå som kan gälla både marknadsplatserna och enskilda marknadsaktörer. I rapporten behandlas främst marknadsplatserna och myndigheternas övervakning.

Elmarknaden och marknadsaktörers makt

Elmarknadens utformning

Handel med el sker på flera sekventiella marknader. För framtida leveranser finns möjlighet att handla finansiella kontrakt, antingen för prissäkring eller i rent spekulativa syften.

I den europeiska marknadsmodellen är den så kallade dagen före marknaden (ofta benämnd spotmarknad) huvudmarknad. På denna marknad handlas el för leverans nästföljande dag. I Norden sker denna handel på Nord Pool Spot. Handel över Nord Pool Spot är frivillig, men i dagsläget omsätts över 70 % av den nordiska elproduktionen på denna marknadsplats. Dagen före marknaden är den mest likvida marknaden och priserna som fastställs på denna marknad utgör normalt sett referenspris för de finansiella kontrakten.

På europeisk nivå kopplas dessa marknadsplatser samman via marknadskoppling, vilket innebär möjligheter till förbättrad handel med el över gränserna. Även om det finns en gemensam marknadsplats, eller ihopkopplade marknadsplatser, är det

ofta olika elpris i olika områden. Detta beror på flaskhalsar i överföringskapaciteten.

Efter det att dagen före marknaden har stängt finns möjlighet att handla på intradagsmarknaden (i Norden kallad Elbas). Denna används främst som en justeringsmarknad för att hantera förändringar jämfört med förväntningarna dagen före. Slutligen finns en realtidsmarknad organiserad av systemoperatörerna. Alla dessa marknader hänger samman och det som händer på en marknad har återverkningar på andra marknader.

Elmarknadens struktur

Elmarknaden uppfyller självklart inte alla krav på en marknad med perfekt konkurrens. El är förvisso en mycket homogen produkt, men det finns betydelsefulla inträdesbarriärer och begränsningar på både köpar- och säljarsidan. Traditionella konkurrensmått som Herfindahl-Hirschman Index kan också kraftigt undervärdera marknadsmakten. Eftersom utbud och efterfrågan måste mötas i realtid och det finns betydelsefulla överföringsbegränsningar kan även aktörer med relativt liten marknadsandel tidvis ha stor marknadsmakt.

Underliggande produktionsfaktorer kan både motverka incitamenten att utöva marknadsmakt, men också försvåra upptäckt. För produktionsteknologier med låga rörliga kostnader är det relativt kostsamt att avstå ifrån att producera, eftersom skillnaden mellan intäkten och den rörliga kostnad som undviks om man inte producerar blir stor. För vissa teknologier är dessutom reglerbarheten låg (t.ex. kärnkraft).

Vattenkraft har förvisso låga rörliga kostnader, men det kan ändå finnas incitament att utöva marknadsmakt med hjälp av vattenkraft. Det sker i så fall inte främst genom att minska den samlade produktionen, utan genom att flytta produktionen i tid och på så sätt påverka priserna. Det är mycket svårt att fastslå om detta görs, bl.a. eftersom produktionsbesluten i vattenkraften i hög grad beror på förväntningar om framtida priser.

Beteende och utfall

Det finns ett antal studier som belyser problem med marknadsmakt på den nordiska elmarknaden. Den samlade slutsatsen är att det inte går att belägga något systematiskt utnyttjande av marknadsmakt på Nord Pool Spot, men att producerare från tid till annan förefaller ha möjlighet att dra nytta exempelvis av kapacitetsbegränsningar i transmissionen. Det finns dock ett antal möjliga områden som inte har studerats i någon större omfattning.

Regelverk och marknadsövervakning

Nuvarande regelverk

Det nuvarande regelverket består dels av sektorspecifik lagstiftning som regleringsmyndigheten ansvarar för, lagar och regelverk kring den finansiella handeln samt konkurrenslagstiftningen. Lagstiftning och myndighetstillsyn är i viss utsträckning harmoniserad via EU och nya EU-regleringar kommer att öka denna harmonisering.

Tillsynen över marknadsplatserna är uppdelad mellan flera olika länder, och i tillägg är den fysiska handeln (Nord Pool Spot) och den finansiella handeln (Nasdaq OMX Commodities) numera separaterad. Regelverken för dessa två marknadsplatser harmonierar dock i relativt hög grad, vilket dock inte innebär att marknadsövervakningen i sig är koordinerad.

Kommande förändringar

Regelverket är för närvarande under förändring. Den så kallade REMIT-regleringen trädde i kraft i december 2011, men är ännu inte implementerad nationellt. Denna reglering kommer att omfatta både den fysiska och den finansiella handeln samt samtliga handelsplattformar (reglerade marknadsplatser, multilaterala handelsplattformar, OTC-transaktioner, direkta bilaterala avtal etc.).

I och med införandet av REMIT kommer också övervakningen att koordineras på europeisk nivå i betydligt högre utsträckning. ACER (Agency for the Cooperation of Energy Regulators) kommer att ha tillgång till fundamentala data, och kan även begära samarbete och samordna utredningsgrupper.

I tillägg till införandet av REMIT sker också en översyn av regleringar på det finansiella området (MiFID och MAD). Det är i dagsläget oklart i vilken utsträckning förändringarna i MiFID kommer att påverka elhandelsbolagen, eftersom det inte är klarlagt vilka undantag från tillståndsplikt som kommer att tillämpas framöver.

Marknadsövervakning på olika marknadsplatser

Rollerna och uppgifterna för marknadsövervakningen är relativt homogen mellan de olika europeiska elbörserna och det finns även likartade rapporteringsvägar, t.ex. avseende rapporteringsskyldighet till myndigheter. Det finns dock skillnader i marknadsplatsernas rapportering till marknadsaktörerna och andra intressenter. Generellt arbetar också marknadsplatserna för att förbättra informationstillgången till fundamentala data, även om det görs på lite olika sätt.

Övervakningen mellan den finansiella handeln och den fysiska handeln är generellt sett separerad, vilket försvårar möjligheterna att upptäcka beteenden som har återverkningar på andra marknader.

I rapporten jämförs även övervakningen på elbörser i Europa med USA. Två stora skillnader kan då observeras. Organisatoriskt är marknadsövervakningen i USA utlagd till en extern part, t.ex. en oberoende marknadsövervakningsenhet eller specialiserade konsultföretag. Vidare är uppgifterna bredare definierade i USA. Utöver den löpande marknadsövervakningen har marknadsövervakningsfunktionen i USA också uppgiften att analysera marknadsstrukturen och marknadsplatsens regelverk och funktionssätt, samt proaktivt föreslå förbättringar i dessa. Dessa uppgifter ingår inte i den europeiska marknadsövervakningen.

Den offentliga rapporteringen är generellt sett mer omfattande och mer detaljerad i USA, även om det finns stora skillnader. Resursbehovet är av naturliga skäl också större i USA givet de mer omfattande uppgifterna.

Här är det också viktigt att ha i åtanke att regelverken kring de amerikanska marknadsplatserna är mer omfattande än i Europa. I USA är det t.ex. vanligt med olika typer av begränsningar i vilka bud som får läggas i situationer när man bedömer att konkurrensen är otillräcklig. Det innebär att marknadsövervakningen i USA löpande måste analysera konkurrenssituationen och tillämpa dessa regler när konkurrensen är otillräcklig.

Ser vi till aktiemarknader är övervakningsansvaret bredare än på elmarknaden. Utöver övervakning av handeln har marknadsövervakningen också ansvar för notering av aktier och andra finansiella instrument. Ett betydelsefullt problem på aktiemarknaden är s.k. cross-market surveillance, dvs. övervakning på tvärs av marknadsplatser i realtid. Denna fråga hanterades inte i MiFID-regleringen från 2007, men är aktuell i den pågående översynen. På den amerikanska aktiemarknaden tillämpas en sådan cross-market surveillance av den federala myndigheten FINRA. Samma typ av problem kan finnas på elmarknaden. Införandet av REMIT och etablerandet av ACER innebär att den europeiska elmarknaden är på väg att ta betydelsefulla steg mot en förbättrad marknadsövervakning på tvärs av marknader.

Det finns också vissa skillnader i organisationsstrukturen för marknadsövervakningen på aktiemarknaden och på elmarknaden. Organisationsstrukturen på aktiemarknaden har ett större fokus på hantering av intressekonflikter och involverar oberoende parter i högre utsträckning.

Policyförslag

Marknadsövervakningen på elmarknaden kommer att förändras kraftigt i och med att REMIT träder i kraft. Rapporteringsskyldigheten från marknadens aktörer

kommer att öka kraftigt och myndigheternas ansvar utvidgas väsentligt. I många delar är det svårt att i nuläget uttala sig exakt om hur detta kommer att fungera. Vi har därför gjort bedömningar av hur dessa förändringar troligen kan komma att se ut, och med bakgrund i detta föreslagit ytterligare utvecklingsmöjligheter.

Policyförslaget grundar sig därmed i implementeringen av REMIT-regleringen som innebär att myndigheterna i respektive land kommer att bygga upp marknadsövervakningsfunktioner utöver marknadsplatsernas marknadsövervakningsenheter, vilket potentiellt kan vara ineffektivt ur ett resursperspektiv. I dagsläget finns det inte heller en koordinering av marknadsövervakningen mellan den fysiska och finansiella elmarknaden eller marknadsplatsernas marknadsövervakning. Det är också en fördel om marknadsövervakningen kan ske i realtid.

Vi ser även en fördel i att marknadsövervakningen är oberoende av marknadsplatserna, eftersom detta minskar risken för (eller misstankar om) sammanblandning mellan marknadsplatsernas affärsmässiga intressen och övervakningen. En oberoende marknadsövervakningsfunktion kan också ha i uppgift att granska regelverk och marknadsplatsernas funktionssätt utöver marknadsaktörernas agerande på marknader och utge en mer omfattande marknadsrapportering.

Mot bakgrund av detta har vi utformat ett policyförslag som huvudsakligen består av följande punkter:

- De nordiska ansvariga tillsynsmyndigheterna samordnar sig kring en gemensam övervakningsfunktion, som ska vara oberoende från såväl marknadernas aktörer som marknadsplatserna som övervakas. Enheten kan vara en gemensam nordisk organisation som är "samägd" av de nordiska myndigheterna eller upphandlas på entreprenad.
- Den gemensamma nordiska övervakningsfunktionen ska omfatta både den fysiska och finansiella handeln och ha direkt tillgång till marknadsplatsernas data.
- Den nordiska övervakningsfunktionen kan även kombineras med och därmed ersätta börsernas interna marknadsövervakning. Rapportering av transaktioner från övriga marknadsplatser och bilateral handel kan också ske till den gemensamma nordiska övervakningsfunktionen.

Det mest långtgående policyförslaget innebär alltså en gemensam oberoende marknadsövervakningsfunktion som samordnas mellan marknadsplatserna för fysisk och finansiell handel, men dit även de nationella regleringsmyndigheternas löpande marknadsövervakning förläggs.

Summary

The general expert view is that the Nordic electricity market works relatively well, particularly in an international comparison. At the same time it is recognized that electricity markets are sensitive to manipulation and exercise of market power. This is due to e.g. low price elasticity, need to instantaneous match supply and demand, limited transmission capacity and information asymmetries.

Market surveillance is a central component in securing well-functioning electricity markets and maintaining the markets' credibility. This project is a commissioned research project financed by the Swedish Competition Authority with the purpose of improving the knowledge on how market surveillance is currently structured and to propose changes to the market surveillance in the Nordic electricity market. The results are based on a comparative study on how market surveillance is organized in other electricity markets as well as other markets.

In this report market surveillance is seen as a three step function. The first step is the market participants' internal compliance functions. The second step is the market surveillance of the organised market places (exchanges) which aim at securing that the market participants follow the rules. Finally there is a surveillance from the public authorities, which could cover both the market places and the market participants. In this report we primarily cover the market surveillance of the market places and the public authorities.

Electricity market and market power

The electricity markets

Electricity is traded on several sequential markets. For future deliveries there is a possibility to trade financial contracts, either for hedging purposes or for purely speculative purposes.

In the European market model the Day-Ahead-Market (often called spot market) is the main market. On this market electricity is traded for delivery in the following day. In the Nordic area this is done on Nord Pool Spot, which is a voluntary market but still has a market share of more than 70 % of Nordic generation. The Day-Ahead-Market is the most liquid market and prices determined on this market are normally the reference price for financial contracts.

On a European level the markets are being linked through market coupling, which implies improved cross-border trade. Even if there is a common market place, or coupled markets, prices of electricity often differs between areas due to bottlenecks in the transmission capacity.

When the Day-Ahead-Market has closed there is a possibility to continue trading on the Intraday Market (in the Nordic area called Elbas). This market is mainly used for adjustment trade, to handle changes compared to expectations day ahead. Finally there is a real time market organised by the system operators. All these markets are linked and what happens in one market has effect on the other markets.

The market structure

The electricity market does of course not fulfill all the requirements of a market with perfect competition. While electricity is a homogenous good, there are important entry barriers and limitations on both the buy and sell sides. Traditional concentration measures, such as Herfindahl-Hirschman Index, may also severely underestimate any market power. Since supply and demand must meet in real time and there are congestions between areas, market participants with a relatively small overall market share may from time to time have significant market power.

The underlying generation technologies may in some cases reduce incentives to exploit market power, but at the same time make market power harder to discover. For technologies with low variable costs it is relatively costly to hold back generation, as the difference between the revenue and the avoided variable cost if not producing will be large. For some technologies the possibility to regulate the generation is limited, e.g. for nuclear power.

Hydro power has low variable costs, but there could still be incentives to use hydro power to exploit market power. This will then primarily not be done by reducing the overall generation, but rather through shifting generation in time and thus affect prices. In many cases it would be very difficult to detect such behaviour, as the generation decisions in hydro power to a large degree depends on expectations about future prices.

Conduct and performance

There are a number of studies of market power in the Nordic power market. The summary conclusion is that a systematic use of market power on Nord Pool Spot can not be shown, but producers seem to from time to time exploit congestions in the transmission grid. There is however also a number of potential areas for market power that has not been studied in depth.

Regulatory framework and market surveillance

Current regulatory framework

The current regulation consists of sector specific legislation that the regulatory agencies are responsible for, legislation and regulations concerning financial trade,

and the general competition law. Legislation and oversight from public authorities are to some extent harmonised through the European Union. New EU regulations will also increase this harmonisation.

The oversight over the organised market places are split between countries, and in addition the physical trade (Nord Pool Spot) and the financial trade (Nasdaq OMX Commodities) is separated. The market rules for these two market places are harmonised to a relatively high degree, but this does not imply that the market surveillance is coordinated between the markets.

Upcoming changes

The regulatory framework is currently undergoing changes. The so called REMIT regulation entered into force in December 2011, but is yet to be implemented nationally. This regulation will cover both the physical and financial trade, as well as all trading platforms (regulated market places, multilateral trading platforms, OTC, bilateral trade etc.).

With the introduction of REMIT the surveillance will also be coordinated on a European level to a much larger degree. ACER (Agency for the Cooperation of Energy Regulators) will have access to fundamental data, and can also require cooperation and coordinate investigation teams.

In addition to REMIT, there is also an ongoing oversight of the financial regulations (MiFID and MAD). Currently it is unclear to what extent the changes in MiFID will affect the electricity retail companies, as it is not clear what exemptions will be applied in the future.

Market surveillance on different market places

The roles and tasks for the market surveillance is relatively homogenous between the different European electricity exchanges and there are similar reporting structures, e.g. regarding reporting obligations to authorities. There are some differences in the reporting to the market participants and to other stakeholders. Generally the market places are working to improve the access to fundamental data, but it is done differently by the different market places.

The surveillance of the financial and physical trade is typically separated, which reduces the possibilities to discover behaviour that has impact across markets.

In the report the surveillance on electricity exchanges in Europe is compared with the situation in USA. Two main differences have been observed. From an organisation perspective the market surveillance in USA is typically outsourced to an external part, either an external market monitoring unit or specialised companies serving as market monitoring unit for one or several markets. Secondly,

the responsibilities are typically broader defined in USA. In addition to the continuous market surveillance the market monitoring units in USA also have the task to analyse the market structure and the rules and functionality of the market place, as well as proactively suggest improvements. These tasks are not part of the market surveillance in Europe.

The public reporting is generally more extensive and detailed in USA, even though there are differences between the markets in USA as well. The resource requirements are naturally also larger in USA given the more extensive responsibilities.

It is also important to keep in mind that the regulation around the US market places is more detailed and far reaching than in Europe. In USA it is for example common with different types of restrictions in what bids can be placed in situation when competition is assessed to be insufficient. This implies that the market monitoring unit would have to analyse the competition on a continuous basis and apply these rules whenever there is insufficient competition.

Comparing with stock markets the surveillance is more extensive than on the electricity market. In addition to surveillance over trade, market surveillance would also be responsible for listing of stocks and other financial instruments. An important problem on stock markets is the cross-market surveillance, i.e., the surveillance across markets in real time. This was not handled in the MiFID regulation from 2007, but is an issue in the ongoing review. On the American stock market such cross-market surveillance is done by the federal agency FINRA. The same type of problems may exist in the electricity market. The introduction of REMIT and the establishment of ACER means that the European electricity market are taking important steps for an improved cross market surveillance.

There are also some differences in the organisational structure for the market surveillance on stock markets and the electricity market. On the stock market there has been a stronger focus on handling conflict of interests, and independent parties are involved in the market surveillance to a larger degree.

Policy proposals

The market surveillance on the electricity market will change significantly with the introduction of REMIT. The reporting requirements will increase significantly and the responsibilities of the public authorities will be increased. It is difficult to exactly assess the consequences of these changes. We have made assessment of how these changes are likely to be implemented and which effect this will have, and from that made some suggestions for further development of the market surveillance.

The policy proposal is thus based on an implementation of REMIT in which the authorities in each country will have market surveillance functions in addition to the market surveillance of the market places, which potentially may be ineffective. Today there is a lack of coordination between the market surveillance of the physical and financial markets, or between the different market places. It would also be an advantage with real time surveillance.

Furthermore, we see an advantage in market surveillance functions that are independent of the market places, as this reduces the risk of (or suspicion of) a confusion of the market places business interests and the market surveillance. An independent market surveillance function could also be tasked with an oversight of the market rules and the functionality of the market places, in addition to surveillance of the market participants actions.

Based on this we have developed a policy proposal with the following main points:

- The responsible Nordic public authorities coordinate around a common surveillance function, that should be independent of market participants and the market places. The unit could be a joint Nordic organisation owned by the authorities, or be outsourced.
- The joint Nordic surveillance function will cover both the physical and financial trade and have direct access to data from the market places.
- The Nordic surveillance function can also be combined with, or replace, the internal market surveillance of the exchanges. Reporting of transaction from other market places and bilateral trade could also be done to the joint Nordic surveillance function.

The most far reaching proposal would thus imply a joint, independent market surveillance function which is coordinated between the market places for physical and financial trade, but also with the continuous market surveillance of the authorities.

1 Inledning

Elektricitet är en vara som är av stor betydelse för samhället. Elen används i hushåll och kontor för uppvärmning, belysning och för att driva en mängd apparater som vi blivit allt mer beroende av. I industrin är el en viktig råvara i många processer. Valfungerande marknader för el är därmed inte bara av intresse för ett fåtal marknadsaktörer, utan påverkar oss alla.

Elektricitet är en speciell råvara i det avseendet att den inte kan lagras utan produktionen måste ständigt vara i balans med efterfrågan. Detta ställer stora krav på hur elmarknaden organiseras. Sedan elmarknaderna konkurrensutsattes på 1990-talet har marknadsplatser och den organiserade handeln av el blivit allt viktigare. Norden har i många avseenden varit en föregångare i denna utveckling.

Den generella expertbilden är att den nordiska elmarknaden fungerar relativt väl, och det gäller särskilt i en internationell jämförelse. Samtidigt är det väl känt att elmarknader är känsliga för manipulation och utövande av marknadsaktörer. Detta beror bl.a. på:

- Låg priselasticitet
- Behovet att momentant matcha utbud och efterfrågan
- Begränsad överföringskapacitet
- Informationsasymmetrier

Den låga priselasticiteten innebär att kundernas efterfrågan inte påverkas särskilt mycket om priset stiger. Det skapar goda förutsättningar för att utöva marknadsaktörer. Behovet av att utbud och efterfrågan måste mötas momentant är delvis kopplat till ovanstående punkt, men i tillägg innebär det att i en timme med hög efterfrågan kommer dyra anläggningar att behövas tas i bruk för att möta efterfrågan. Den begränsade överföringskapaciteten innebär att områden kan bli "isolerade" och att marknadsaktörer i dessa områden (under dessa timmar) kan bli mycket höga.

God tillgång till relevant information till alla marknadsaktörer är viktigt för att marknader ska fungera väl. Tidigare analyser har pekat på möjliga brister på elmarknaden i detta avseende. Exempelvis har producenterna tillgång till information om tillgängligheten i olika kraftverk före andra marknadsaktörer, vilket skapar en risk för insiderhandel.

Sammantaget innebär detta att det i vart fall under enskilda timmar finns möjligheter för aktörer att på olika sätt påverka prisbildningen på el. Sedan är det en

separat fråga om dessa möjligheter har utnyttjats, eller om det finns regelverk, övervakning eller andra institutionella faktorer som förhindrat att det skett.

Marknadsövervakningen är en central komponent för att säkerställa väl fungerande marknader och att trovärdigheten för marknaderna upprätthålls.

Detta projekt ska ses mot denna bakgrund. Projektet är ett uppdragsforskningsprojekt finansierat av Konkurrensverket med syftet att:

1. Att förbättra kunskapen om hur marknadsövervakningen är utformad, samt
2. Att föreslå förändringar av marknadsövervakningen på den nordiska elmarknaden.

Resultaten baseras på en komparativ studie av hur marknadsövervakningen är utformad för olika elmarknader samt en jämförelse med marknadsövervakningen för andra marknader.

För att säkerställa att lagstiftning och andra regelverk efterlevs sker en övervakning i flera olika steg. Marknadsövervakning sker av sektors- och konkurrensmyndigheter, marknadsplatser som har sina egna marknadsövervakningsfunktioner samt av de enskilda marknadsaktörernas interna regelverk (omfattas inte av detta projekt).

- Myndighetsövervakning: Myndigheterna har som regel inte haft en löpande övervakning av marknaderna, utan snarare förlitat sig på rapporter från marknadsplatserna. Ett nytt europeiskt regelverk kommer att stärka kraven på myndigheternas marknadsövervakning.
- Marknadsplatserna: Varje marknadsplats har sin egen marknadsövervakning, men dessa ser olika ut. På den nordiska marknaden innebar separationen av spotmarknaden (Nord Pool Spot) och den finansiella marknaden (Nasdaq OMX Commodities) också att marknadsövervakningen avseende den fysiska och finansiella handeln separerades.
- Aktörerna: Marknadsaktörerna har olika former av interna kontrollfunktioner, innefattande kontroll av att riskmandat inte överskrids till att förhindra insiderhandel, eller andra regelöverträdelser. Utformningen av dessa kan förväntas se olika ut hos olika aktörer.

1.1 Slutsatser och rekommendationer

Policyförslaget är att de nordiska ansvariga tillsynsmyndigheterna samordnar sig kring en gemensam övervakningsfunktion, som ska vara oberoende från såväl marknadernas aktörer som marknadsplatserna som övervakas. Enheten kan vara

en gemensam nordisk organisation som är "samägd" av de nordiska myndigheterna eller upphandlas på entreprenad.

Den gemensamma nordiska övervakningsfunktionen ska omfatta både den fysiska och finansiella handeln och ha direkt tillgång till marknadsplatsernas data. Den nordiska övervakningsfunktionen kan även kombineras med och därmed ersätta börsernas interna marknadsövervakning. Rapportering av transaktioner från övriga marknadsplatser och bilateral handel kan också ske till den gemensamma nordiska övervakningsfunktionen.

Det mest långtgående policyförslaget innebär alltså en gemensam oberoende marknadsövervakningsfunktion som samordnas mellan marknadsplatserna för fysisk och finansiell handel, men dit även de nationella regleringsmyndigheternas löpande marknadsövervakning förläggs.

2 Den nordiska elmarknaden

2.1 Marknaden för fysiska leveranser

På spotmarknaden för el, Nord Pool Spot, omsätts i dagsläget över 70 % av den nordiska elproduktionen. På den fysiska spotmarknaden lägger marknadsaktörerna köp- och säljorder för nästkommande dag (day-ahead marknaden Elspot). Elspot är huvudmarknaden i Norden och det är denna marknad som ger upphov till olika referenspriser. Efter Elspots stängning finns intradagmarknaden Elbas som stänger en timme före leveranstimmen. Intradagmarknaden fungerar i Norden främst som en "justeringsmarknad". I driftstimmen finns en gemensam nordisk balansmarknad som organiseras av systemoperatörerna.

Elpriserna på Nord Pool bestäms av balansen mellan utbud och efterfrågan. Oftast är det den rörliga produktionskostnaden för det dyraste kraftverket i drift som sätter prinsnivån. Vattenkraften är ofta prissättandet i det nordiska systemet. Denna prissätts utifrån alternativkostnaden, dvs. vilka framtida intäkter man missar om man väljer att producera idag. I praktiken innebär det att vattenkraften bjuds in utifrån förväntan om det framtida priset.

Logiken bakom detta är att ingen producent vill producera kraft utan att åtminstone få betalt för sina rörliga kostnader. Detta innebär också att priset kan variera kraftigt. Särskilt vid situationer då kraftsystemet är ansträngt är utbudskurvan mycket brant. Små volymvariationer kan då ge upphov till stora prisvariationer, och känsligheten för manipulation eller marknadsmakt är i dessa situationer betydande.

Flaskhalsar i överföringskapaciteten mellan olika områden innebär att priset kan skilja sig åt mellan olika delar av Norden, samt mellan Norden och kringliggande områden. I Norden hanteras flaskhalsar främst genom s.k. marknadsdelning (market splitting). Nord Pool beräknar först det s.k. systempriset, vilket är ett artificiellt pris där man inte tar hänsyn till flaskhalsar. Om detta resulterar i överföringar mellan områden som inte är möjliga delas marknaden upp och olika pris beräknas för de olika budområdena – flera prisområden uppstår då.

Den nordiska marknaden, och olika kontinentala marknader, kopplas också samman via marknadskoppling (market coupling). Detta leder till en mer effektiv handel mellan länder, och till en mer effektiv produktion, samt till en mer sammanhållen prisbild mellan marknader.

Elpriset har varierat kraftigt under åren, men även mellan enskilda timmar. Under några år med problem i den svenska kärnkraften steg priset kraftigt när efterfrågan var hög vintertid. Det har också varit situationer med mycket låga priser, när tillgången på vattenkraft varit god och efterfrågan låg (sommartid), och situationer med dålig tillgång på vattenkraft (torrår) vilket drivit upp priserna.

Sett över tid finns det ett antal fundamentala faktorer som har stor betydelse för prisutvecklingen. Variationer i vattenkraftproduktionen på grund av varierande nederbörd är en central faktor. På senare år har EU:s system för handel med utsläppsrätter också haft stor betydelse. Andra viktiga faktorer är priserna på de internationella bränslemarknaderna och då främst priset på kol. I ökande grad påverkar de förnybara teknologierna priset. I både Danmark och Tyskland, med stora mängder vind- och solkraft, har ökningen av den förnybara produktionen lett till större prisvariationer och till och med uppkomsten av negativa priser. Det nordiska vattenkraftsbaserade systemet har större möjligheter att parera variationer i vindkraftsproduktion, men det ger ändå en indikation på hur prisbildningen framöver kan komma att påverkas av ökad mängd vindkraft i systemet.

Elpriserna på den nordiska marknaden har sedan avregleringen i genomsnitt legat på en lägre nivå än vad som motsvarar kostnaden för ny produktionskapacitet. Bakgrunden är att monopolsituationen före avregleringen, både i Norden och i flera andra länder i Europa, skapade överkapacitet som vid avregleringen ledde till prisfall.

2.2 Den finansiella elmarknaden¹

Kontrakt på den finansiella elmarknaden i Norden handlas huvudsakligen på börsen, men även bilateralt antingen OTC ("Over-the-Counter") eller direkt mellan aktörer på marknaden. När kontrakt handlas på börsen är de standardiserade och clearinghuset agerar som motparten till både köparen och säljaren. Köparen och säljaren har alltså ingen direkt avtalsrelation med varandra. I OTC-handeln ligger avtalsrelationen mellan parterna även om affären ofta sköts via mäklare. Det är vanligt för standardiserade kontrakt handlade OTC att clearingen sköts av börsens clearinghus. Vid OTC-handeln kan instrumenten även vara skraddarsydda för en parts särskilda behov och avse tillgångar som inte förekommer vid börsen. Som nämnt ovan, kan handel förekomma även helt bilateralt mellan marknadsaktörer och utan mellanhänder. I båda fall bärs risken av avtalsparterna. Att inte behöva visa handelsvolymen kan av vissa aktörer ses som en ytterligare fördel.

År 2011 var omsättningen för kraftkontrakt på Nasdaq OMX Commodities ca 2,6 gånger större än den underliggande fysiska volymen (Norden). Om man räknar in clearade kontrakt var den finansiella handeln ca 4,3 gånger större än den underliggande fysiska volymen. Likviditeten på den finansiella elmarknaden är också relativt god. Spridning mellan köp- och säljorder för de mer likvida kontrakten är på nivå, eller något över, spridningen för de största företagen (Large Cap) på Stockholmsbörsen. För andra kontrakt är likviditeten däremot klart sämre. För många prisområdeskontrakt är spridningen mellan köp- och säljorder stor, och för

¹ Med finansiell elmarknad avses handel med elcertifikat och derivat som har el som underliggande vara. Det finns också en finansiell marknad för utsläppsrätter som påverkar prisbildningen på den fysiska och finansiella elmarknaden.

många listade kontrakt är det inte säkert att det vid en given tidpunkt finns köp- eller säljorder.

Marknadsaktörerna kan ha olika syften med sin handel på de finansiella marknaderna, och en enskild aktör kan ha olika syften med olika affärer. Ibland görs en åtskillnad mellan aktörer som prissäkrar (hedging) och aktörer som spekulerar. Förvisso kan olika aktörer ha olika tyngdpunkter i sin handel, men en sådan åtskillnad är inte lätt att göra och det är oklart hur meningsfull den är.

Priserna på de finansiella marknaderna drivs primärt av förväntningar om priser på den underliggande fysiska marknaden. För vissa kontrakt – särskilt de med sämre likviditet – kan det finnas andra faktorer som bidrar. En faktor är attityden till risk och hur balansen mellan köpare och säljare ser ut. I det fall riskaverta köpare dominerar marknaden kommer forwardpriset att vara högre än det förväntade spotpriset (se exempelvis Benth, et.al (2008)). I verkligheten begränsas de flesta aktörers agerande av olika riskmandat, som kan innebära att de är tvungna att prissäkra i viss utsträckning även om de bedömer att priset på de finansiella kontrakten är oförmånliga. Priserna kan då komma att avvika från förväntningarna. Detta kan återspegla situationen för vissa CfD-kontrakt² där det finns relativt få "naturliga" säljare, men många köpare. Man kan då förvänta sig en positiv risk-premium som gör att priset på forwardkontrakt överstiger det förväntade priset.

2.2.1 Aktörer på den finansiella marknaden

För att vara aktör på den finansiella elmarknaden krävs inte att man också är aktör på den fysiska marknaden. De finansiella kontrakten kan handlas helt oberoende av de underliggande fysiska tillgångarna. Ser vi till den nordiska marknaden har Nasdaq OMX Commodities fler än 330 medlemmar från över 15 länder³. Bland medlemmarna finns exempelvis producenter, elintensiv industri och andra större förbrukare, elsäljare, fonder, banker, mäklare och andra finansiella institutioner.

Samtidigt som det finns ett stort antal aktörer som är aktiva på marknaden spelar aktörerna som också är aktiva på den fysiska elmarknaden en mycket stor roll. Dels har dessa ett behov av att prissäkra sina kontrakt och minska sina risker. Dels har i vart fall vissa av dessa aktörer en särställning vad gäller information. De stora producenterna har naturligtvis tillgång till information om sina egna anläggningar. Regler för att hantera missbruk av sådan information blir därmed centrala.

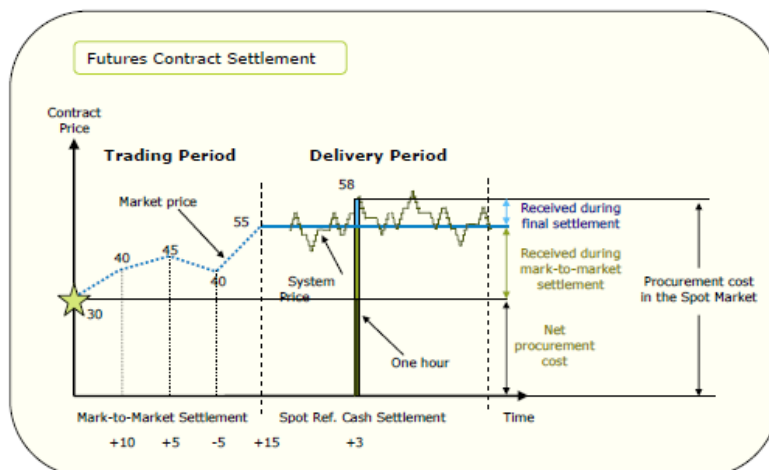
² Contracts for Differences. På den nordiska elmarknaden avses med detta kontrakt för säkring av prisskillnaden mellan systempriset och ett områdespris.

³ För europeisk kraft (där Norden dominerar) har Nasdaq OMX Commodities 138 "Exchange & Clearing members" och 205 Clearing members. En lista över medlemmar finns på <http://www.nasdaqomx.com/commodities/Marketaccess/memberlist/>

2.2.2 Kontrakt på den finansiella marknaden

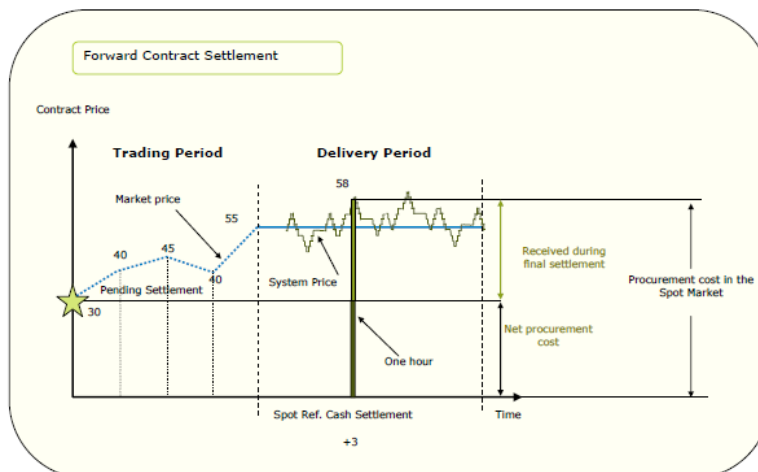
På den nordiska finansiella elmarknaden handlas terminer och optioner. Ett terminskontrakt innebär att parterna åtar sig att köpa eller sälja en tillgång till ett bestämt pris vid en bestämd framtida tidpunkt. På den nordiska marknaden handlas forward- och futureskontrakt⁴. CfD-kontrakten för att säkra prisskillnaden mellan systempriset och områdespriserna är utformade som forwardkontrakt.

Bild 2.1 Avräkning för ett futureskontrakt



Källa: Trade at Nord Pool ASA's financial market, 8 March 2010

Bild 2.2 Avräkning för ett forwardkontrakt



Källa: Trade at Nord Pool ASA's financial market, 8 March 2010

⁴ Både forwards och futures har samma grundläggande funktion, men skiljer sig i detaljerna. En skillnad är avräkningen av kontrakten. Futures kontrakten avräknas dagligen (mark-to-market) och en slutlig avräkning görs när kontraktet stänger. För forwardkontrakten ackumuleras den dagliga avräkningen (mark-to-market) och avräkning görs vid kontraktets stängning. Futureskontrakten finns som dag-kontrakt och vecko-kontrakt, medan forwards finns som månad, kvartal, och årskontrakt. CfD-kontrakten är utformade som forwardkontrakt.

Optionskontrakt innebär att en aktör har rätt, men inte skyldighet, att köpa eller sälja en tillgång. På den nordiska marknaden handlas s.k. europeiska optioner som enbart kan lösas in på lösendagen. Den underliggande tillgången för optionerna är ett forwardkontrakt, dvs. inte fysisk leverans av el. Optionskontrakten kan exempelvis användas för prissäkringar för både pris- och volymrisk. Exempelvis vet elsäljare att när det blir kallt kommer kunderna dels att efterfråga en större volym, men priset kommer också att gå upp. Blir det inte kallt kommer kunderna inte att efterfråga lika stor volym, och elsäljaren önskar då inte exponera sig genom att teckna terminskontrakt, utan istället kan ett optionskontrakt vara att föredra.

2.2.3 Den finansiella marknadens återverkan på slutkundspriser

Inbördes påverkan mellan den fysiska och finansiella elmarknaden är stark. Värdet på finansiella instrument speglar marknadens förväntningar på framtida prisutveckling på spotmarknaden. En potentiell marknadsmanipulation på den fysiska marknaden har därmed påverkan på prisbildningen på den finansiella elmarknaden. Marknadsaktörer på den fysiska marknaden har skyldighet att informera om händelser med prispåverkan genom så kallade "urgent market messages" (UMMs) för att jämna ut informationsasymmetrier. En aktör som har tillgång till insiderinformation får inte heller handla innan denna information gjorts allmänt tillgänglig.

I och med att många aktörer på den fysiska elmarknaden också handlar på den finansiella marknaden utifrån utvalda positioner kan intressekonflikter uppstå. Dessutom kan bolagen driva bilateral handel till annat pris än det officiella marknadspriset samtidigt som man också handlar på marknaden. Enligt regelverket ska produktionsenheterna och elhandlarna arbeta i separata organisatoriska enheter och utan att dela insiderinformation med varandra. I praktiken kan detta vara svårt att övervaka. Eftersom elhandelsbolagen agerar på elderivatmarknaden i första hand för att säkra priser kontrakterade med sina elkunder, påverkar prisfluktuationerna även det elpris som hushåll och företag betalar.

Elkunder kan välja olika former av kontrakt med sin elleverantör, som fördelar risken mellan elkunden och säljaren olika. Ett spotpriskontrakt innebär i princip att kunden köper elen till det timvisa spotpriset (eller t.ex. ett månadsgenomsnitt). Det innebär lägst risk för säljaren, som bara behöver lägga på en marginal för att täcka vissa administrativa kostnader.⁵

I andra änden av skalan finns olika typer av fastpriskontrakt. För hushållskunder är det vanligt med t.ex. 1-årskontrakt där kunden har rätt att köpa en icke-specifierad mängd el till ett bestämt pris. Det innebär att säljaren får bära både en volymrisk (vet inte hur mycket kunden kommer att köpa) och en prisrisk (vet inte vad det

⁵ Vissa volymrisker kan finnas om säljare felprognosticerar sina kunders förbrukning och därmed drar på sig kostnader för obalanser.

kommer att kosta att köpa in elen). För att minska denna risk kommer säljaren att ingå olika kombinationer av finansiella kontrakt. Priset för de finansiella kontrakten kommer därmed att direkt påverka vilket pris el säljaren kan erbjuda sina kunder för olika fastpriskontrakt.

2.3 Andra relaterade marknader

Det finns även finansiell handel med elcertifikat och utsläppsrätter. Dessa instrument presenteras här kort, men har inte varit i fokus i detta projekt.

2.3.1 Handeln med elcertifikat

Elcertifikat är ett stödsystem som infördes i Sverige år 2003 med syfte av att främja förnybar energiproduktion genom att subventionera producenter av förnybar el⁶. Elproducenter, elleverantörer eller elanvändare har skyldighet att inneha elcertifikat i förhållande till den egna försäljningen eller förbrukningen av el (s.k. kvotplikt). Genom försäljningen av elcertifikat får producenterna en extra intäkt vilket ökar de förnybara energikällornas möjlighet att konkurrera med icke förnybara källor. Trots att elcertifikat är tillgångar som kan prissättas, köpas och säljas på en marknad, anses elcertifikat inte utgöra finansiella instrument i MiFID-regleringen, utan enbart derivat relaterade till elcertifikat utgör ett finansiellt instrument.

2.3.2 Handeln med utsläppsrätter

Utsläppsrätter infördes år 2005 som ett verktyg för EU att minska utsläpp av växthusgaser i enlighet med dess åtaganden i Kyotoprotokollet. Utsläppshandeln bygger på ett tak som staten/EU sätter för de totala utsläppen. Företag som har höga kostnader för minskning av utsläpp köper utsläppsrätter från företag med lägre kostnadsbild, kan målen nås på ett ekonomiskt effektivt sätt. Företag kan handla utsläppsrätter bilateralt, genom mäklare eller på marknadsplatser. Som elcertifikat definieras inte utsläppsrätter som finansiella instrument, utan enbart derivat relaterade till utsläppsrätter definieras som finansiella instrument.

⁶ El från vindkraft, solenergi, vågenergi, geotermisk energi, biobränslen, vattenkraft och torv i kraftvärmeverk berättigar till elcertifikat.

3 Förutsättningar för en väl fungerande konkurrens

3.1 Strukturen på den nordiska elmarknaden

Elmarknaden uppfyller naturligtvis inte alla kraven på en marknad med perfekt konkurrens. Exempelvis är det helt klart inte ett oändligt antal köpare och säljare och det finns betydelsefulla inträdesbarriärer. Däremot är produkten (el) väldigt homogen. Oavsett vem du köper din el av är det samma el som du får levererad till dig, och kvaliteten är inte beroende av vem du köper av. Differentieringen får istället ske längs med andra dimensioner som kontraktsvillkor, service eller miljöegenskaper.

Att vi inte har ett oändligt antal köpare och säljare behöver i sig inte vara ett konkurrensproblem. I oligopolmodeller där man antar kvantitetskonkurrens (Cournotmodeller) räcker det med fyra till fem lika stora aktörer för att utfallet ska hamna nära perfekt konkurrens. Samtidigt kan konkurrensproblemen vara mycket påtagliga. Traditionella konkurrensmått som Herfindahl-Hirschman Index (HHI) kan kraftigt undervärdera marknadsmakten. Ett antal olika alternativa index har utvecklats, bl.a. olika varianter av "pivotal supplier index". Sådana index avser i grunden att fånga om en enskild producent, eller grupp av producenter, är nödvändiga för att möta efterfrågan, vilket ger en indikation på möjligheten att utöva marknadsmakt. Dessa index kan räknas ut timme-för-timme, givet att man har tillgång till nödvändig data och visar hur potentialen för marknadsmakt kan variera beroende på efterfrågan, samt tillgången på produktions- och transmissionskapacitet.

3.1.1 Produktionsteknologiernas inverkan på marknadsmakt

På den nordiska elmarknaden finns också underliggande produktionsfaktorer som både motverkar incitamenten att utöva marknadsmakt, men också kan försvåra upptäckt. Vattenkraft och kärnkraft svarar för en mycket stor del av den nordiska produktionsmixen, och vindkraft svarar för en ökande andel. Alla dessa teknologier har låga rörliga kostnader. Det innebär att det är relativt kostsamt att avstå från att producera. Skillnaden mellan intäkten som går förlorad (marknadspriset) och den rörliga kostnad som undviks om man avstår ifrån att producera är stor i jämförelse med om man håller tillbaka produktion från teknologier vars rörliga kostnad ligger nära marknadspriset. Reglerbarheten i kärnkraften är dessutom låg, vilket innebär att den är svår att utnyttja för att pressa upp priset i enskilda timmar.

Vattenkraften har dock också egenskaper som gör att den lämplig att utöva marknadsmakt med. Om man önskar utöva marknadsmakt med hjälp av vattenkraft handlar det inte primärt om att minska den samlade produktionen, utan att flytta den i tid. I grunden innebär det att man producerar lite mindre än vad man annars

skulle i perioder med högt pris (vilket pressar upp priset ytterligare) och flyttar denna produktion till timmar med ett lägre pris. Eftersom prispåverkan är större i mer ansträngda lägen innebär det att nettot blir positivt för producenten. Det innebär också att man inte ger upp hela intäkten av att avstå ifrån att producera, utan att kostnadssidan av att utöva marknads-makt utgörs av prisskillnaden mellan "högpristimmen" och "lågpristimmen".

Flyttning av vattenkraftproduktionen kan ske över olika tidsintervall, men är generellt sett svår att upptäcka. Om det handlar om flytt av produktion genom kontroll av nivåer i vattenmagasin mellan säsonger är det särskilt svårt att upptäcka. Om en vattenkraftproducent väljer att producera lite "för mycket" under sommar eller tidig höst är det svårt att ifrågasätta – ett sådant produktionsbeslut kan förklaras av aktörens förväntningar inför vintersäsongen. Det är sannolikt lättare att upptäcka om man håller tillbaka vattenkraftproduktion under en enskild högpristimme. Om det inte finns tekniska eller systemmässiga skäl är det svårt att förklara varför man inte producerar maximalt i en sådan timme.

3.1.2 Informationsasymmetrier

På elmarknaden finns betydelsefulla informationsasymmetrier. Särskilt de större producenterna har tillgång till information om sina anläggningar som definitivt har en potential att vara prispåverkande. De större vattenkraftsproducenterna har bättre information om den hydrologiska situationen och potentiellt tillgång till snabbare uppdatering av sådan information. Det är rimligt att utgå ifrån att vattenkraftsproducenter använder all tillgänglig information i sin produktionsplanering och vid beräkning av vattenvärden, vilket i sin tur påverkar deras budgivning på produktionssidan.

För andra större produktionsanläggningar finns en risk att ägarna har tillgång till mer detaljerad information angående anläggningarnas status, och därmed om t.ex. risker för produktionsstörningar.

Kortsiktigt handlar informationsasymmetrierna om t.ex. produktionsbortfall eller andra plötsliga förändringar. Dessa ska enligt regelverket publiceras senast inom 60 minuter.

Finansinspektionen identifierade i en rapport från 2005 (FI 2005:6) ett antal brister vad gäller den finansiella elmarknaden:

- Brister i informationsspridning: God tillgång till relevant information till alla marknadsdeltagare är en förutsättning för en effektiv marknad.
- Brister i intressekonfliktshantering: Det finns ett behov av förbättrad informationshantering och ökar förtroende inom hantering av de intressekonflikter som kan uppstå i handeln.

- Behov av kontakter med nordiska tillsynsmyndigheter, eftersom elmarknaden i växande grad är att se som en gemensam nordisk marknad.

3.2 Beteende och utfall

Det ligger utanför ramen för denna studie att analysera i vilken grad elmarknaden fungerar. Det finns dock ett antal studier av marknadsmakt på elmarknaden. Den samlade bilden förefaller vara att den nordiska elmarknaden fungerar relativt väl, men att det finns förbättringsmöjligheter.

Fridolfsson och Tangerås (2009) ger en översikt av de empiriska bevisen vad gäller marknadsmakt på den nordiska elmarknaden. Deras samlade slutsats är att det inte finns bevis för systematiskt utnyttjande av marknadsmakt på Nord Pool, men att producenter från tid till annan förefaller ha möjlighet att dra nytta av kapacitetsbegränsningar i transmissionen som bidrar till regional marknadsmakt. Detta innebär att det inte finns motiv för direkta ingripanden (prisreglering eller liknande). Författarna lyfter dock fram andra källor till marknadsmakt som inte har studerats:

- Investeringsbeslut – ytterligare produktionskapacitet sänker priset. Långsiktig marknadsmakt kan göra att existerande producenter underinvesterar. Möjligheter till marknadsinträde kan begränsa detta, men legala barriärer kan bidra till att upprätthålla långsiktig marknadsmakt.
- Vertikal integration mellan produktion och försäljning kan ge upphov till köparmakt och vertikal marknadsmakt. Detta fångas normalt sett inte i konventionella mått för marknadsmakt.
- Incitament att reducera produktion i kärnkraften kan finnas. Detta skulle inte upptäckas genom traditionella mått på marknadsmakt som skillnad mellan marginalkostnad för den dyraste enheten och marknadspriset. Ett sådant beteende är också svårt att upptäcka och separera från stopp av tekniska skäl för en utomstående observatör.

Bye (2007) går igenom i första hand ett antal offentliga studier. Rapporten ser på ett antal frågeställningar. Det bör framhållas att rapporten är från 2007 och de rapporter som är inkluderade är därmed ännu äldre, vilket innebär att betydande förändringar har skett på ett antal områden.

- Transparens: Få av studierna studerar transparens explicit, men flera berör frågeställningen. Samlad slutsats är ett det finns ett förbättringsbehov.
- Rättvis handel: Berörs indirekt i ett antal studier. Frågor som tas fram gäller informationsasymmetrier, hantering av flaskhalsar och transmissionskapaciteter på utlandsförbindelser.

- Icke-diskriminerande tillträde: Främst berörs Svenska Kraftnäts (tidigare) agerande med att begränsa utlandsförbindelser vid interna flaskhalsar ("flytta flaskhalsen till gränsen"). Det bör dock nämnas att det beteende numera har upphört i och med införandet av elområden i Sverige.
- Marknadsmakt: Flera studier förespråkar separation av produktion och transmission och problem med hög koncentration uppmärksammas. Däremot dras sällan slutsatsen att (offentligt ägda) stora produktionsbolag ska delas upp för att höja konkurrensen.
- Relevant marknad: Alla studier accepterar att den nordiska marknaden inte alltid är helt integrerad och diskuterar relevant marknad och koncentration. I detta sammanhang diskuteras bl.a. flaskhalshantering, men det finns ingen gemensam slutsats om vilken modell som är bäst (mothandel, prisområden).

Baserat på detta dras slutsatsen att de två viktigaste områdena är koncentration/marknadsmakt och hantering av transmissionskapaciteter. Vad gäller marknadsmakt föreslår rapporten följande:

- Det finns motiv för en horisontell separation av stora producenter.
- Ytterligare sammanslagningar/förvärv som ökar koncentrationen bör inte tillåtas.
- Bättre informationsgivning krävs för att förbättra marknadens funktionssätt.
- Onödig osäkerhet bör undvikas. Detta inkluderar förutsägbarhet vad gäller politiska beslut.
- Utvecklingen på tillförselsidan bör baseras på lönsamhet där externa kostnader inkluderas.
- Fritt inträde på marknaden ska gälla.

Hantering av begränsad transmissionskapacitet är den andra centrala frågan. Följande argument förs fram i rapporten:

- Fritt tillträde till transmissionsnätet är en viktig förutsättning. Handel ska baseras på maximering av den totala välfärden för det hela integrerade området, både vad gäller investeringar i ny kapacitet och i hantering av befintlig kapacitet.
- Prisområden är ett effektivt sätt att hantera flaskhalsar, medan mothandel omfördelar kostnader på ett icke-effektivt sätt samt orsakar ineffektiviteter även när nätet inte utgör en begränsning.
- En gemensam nordisk TSO kan bidra till en effektivare lösning.

4 Regelverket i nuläget

I rapporten betraktar vi marknadsövervakningen som en tredelad funktion. Den första nivån utgörs av den interna "compliance" funktionen hos respektive marknadsaktör. Den andra nivån är marknadsplatsernas övervakning av handeln och medlemmarnas agerande på marknadsplatsen, och den tredje nivån är myndigheternas tillsyn över marknaderna.

Vi saknar detaljerad information om aktörernas egna interna regelverk och rutiner, och det är inte heller möjligt att dra generella slutsatser utifrån enskilda exempel. Därmed berör vi inte aktörernas interna regelverk och rutiner, utan fokus i denna rapport är på de två första delarna, dvs. marknadsövervakning av tillsynsmyndigheterna och marknadsplatserna.

Det nuvarande regelverket i sina huvuddrag består av branschlagstiftning, som regleringsmyndigheten ansvarar för, lagar relaterade till finansiell handel som tillsynsmyndigheten för den finansiella sektorn ansvarar för, samt konkurrenslagstiftning som konkurrensmyndigheten ansvarar för. Lagstiftningen och myndighetstillsynen är delvis harmoniserad via EU, och nya EU regleringar kommer att öka denna harmonisering. Samtidigt sker en nationell implementering av lagstiftningen och tillsynsmyndigheterna är nationella. Tillsynen över de olika marknadsplatserna är också uppdelade mellan flera länder. De stora nordiska marknadsplatserna för handel med el är numera separerade för den fysiska handeln (Nord Pool Spot) och den finansiella handeln (NASDAQ OMX Commodities). Regelverken (Market Conduct Rules) för dessa två marknadsplatser sammanfaller i hög grad, vilket däremot inte innebär att övervakningen i sig är koordinerad.

I detta kapitel redogörs för hur den nuvarande marknadsövervakningen är uppbyggd och tillämpas. Kapitlet avslutar med en diskussion om potentiella brister som kan identifieras i den nuvarande nordiska modellen för marknadsövervakning på elmarknader.

4.1 Nordisk och svensk reglering

4.1.1 Konkurrenslagstiftning och sektorspecifika regleringen

Reglering som riktar sig till att främja konkurrens och motverka missbruk av marknadsmakt, består huvudsakligen av den generella lagstiftningen såsom konkurrenslagen och de sektorspecifika regelverken. Konkurrenslagen baseras på EU-lagstiftning och syftar till skapandet av spelregler för marknaderna samt att undanröja hinder för effektiv konkurrens mellan företag. Lagen innehåller två förbud – förbud mot samarbete som begränsar konkurrensen och förbud för företag att missbruka en dominerande ställning. Konkurrenslagen innehåller även bestäm-

melser om kontroll av företagskoncentrationer. Konkurrenslagarna i de nordiska länderna är mycket lika varandra.

Energimarknaden är en sektor med konkurrensfrämjande särreglering. Det är den norska energilagen ("Energiloven") som reglerar verksamheten i Nord Pool Spot. Syftet med marknadsplatsen är att främja en effektiv prisbildning på elmarknaden genom att underlätta för effektiva, lämpliga och pålitliga handelssystem och handelsregler. Förutom konkurrensperspektivet, kan den sektorspecifika regleringen även användas för att främja kundörslighet.

4.1.2 Värdepapperslagen – MiFID- och MAD-regleringen

Lagen om värdepappersmarknaden som trädde i kraft 2007-11-01 är den lag genom vilken EU direktivet Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)⁷ implementerades. Vid sin implementering syftade regleringen till att införa ett harmoniserat regelverk för värdepappersmarknaden i Europa och innebar nya och mer detaljerade regler inom flera områden för företag inom värdepappersrörelsen samt börser och auktoriserade marknadsplatser. Motsvarande regelverk har även implementerats i Norge. Regleringen ger tillsynsmyndigheter över finanssektorn möjlighet att övervaka verksamheten i värdepappersföretag i större grad än tidigare.

MiFID-regleringen innebar betydande ändringar på värdepappersområdet. Bland det mest centrala var att begreppet finansiellt instrument ändrades vid införandet av lagen till att täcka finansiella instrument, överlåtelsebara värdepapper, penningmarknadsinstrument, fondandelar och finansiella derivatinstrument inklusive optioner, terminskontrakt, swappar, räntesäkringsavtal och varje annat derivatkontrakt som avser råvaror eller utsläppsrätter, derivatinstrument för överföring av kreditrisk samt finansiella kontrakt avseende prisdifferenser (CfD). Andra viktiga ändringar som infördes innefattade bl.a. följande:

- *Dokumentationskrav och transaktionsrapportering:* MiFID innebär utökade krav på dokumentations- och rapportering av transaktioner. Värdepappersföretagen har skyldighet att lämna uppgifter till Finansinspektionen (FI) om transaktioner med alla finansiella instrument. Rapporterna ska skickas till FI direkt, levereras genom ett ordermatchnings- eller rapportsystem eller av den reglerade marknaden/Multilateral Trading Facility (MTF) i vars system transaktionen genomförts senast vid slutet av följande arbetsdag. Värdepappersföretagen har skyldighet att under minst fem års tid hålla alla relevanta uppgifter om samtliga transaktioner med finansiella instrument som de har utfört såväl för egen räkning som för kundens räkning, tillgängliga för FI.

⁷ Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) (2004/39/EC)

- *Ökad genomlysning av aktiehandeln:* Med MiFID infördes regler om genomlysning före och efter aktiehandel för reglerade marknader, MTF:er och systematiska internhandlare⁸. Detta innebär att före handel offentliggör företaget priser och volymer för den ordern som lämnats. Efter handel har bolaget skyldighet att offentliggöra priser och volymer avseende den genomförda transaktionen.
- *Bästa möjliga utförande av värdepapperstransaktioner:* Värdepappersföretagen har skyldighet att vidta åtgärder för att ta fram riktlinjer och säkerställa "bästa möjliga utförande" av en värdepapperstransaktion med avseende på bl.a. pris, snabbhet och sannolikhet för utförande. Värdepappersföretaget har även skyldighet att bevisa att order utförts enligt riktlinjerna. Syftet med kravet är att öka konkurrensen mellan befintliga börser, MTF m.m. och även underlätta för nya aktörer att etablera sig.
- *Förbättrat kundskydd genom introduktion av kundkategorier:* MiFID ställer krav på värdepappersinstitut att införa relevant kundkategorisering för att sedan tillämpa olika skyddsnivåer för de olika kundkategorierna, t.ex. ett värdepappersinstitut ska dela in sina kunder i kategorierna professionell kund och icke-professionell kund. Vissa professionella kunder får behandlas som jämbördiga motparter. Jämbördiga motparter har lägst skyddsvärde medan icke-professionella kunder har högst skyddsvärde. Detta innebär att regler för marknadsföring, informationsöverföring, agerandet i rådgivningssituation m.m. som värdepappersföretagen ska tillämpa mot sina kunder avgörs av kundkategorierna.
- *Hantering av intressekonflikter:* MiFID introducerade även mer utförliga regler om hantering av intressekonflikter mellan företaget och dess kunder samt även konflikter mellan kunder som kan uppstå vid tillhandahållandet av tjänster. Värdepappersföretagen ska ta fram interna riktlinjer för identifiering, analysering och hantering av intressekonflikter i sin verksamhet. Vid ett identifierat intressekonflikt ska företaget vidta alla rimliga åtgärder och om företaget inte bedömer sig kunna hantera intressekonflikten ska kunden informeras om den.
- *Organisatoriska aspekter:* MiFID ställer krav på nya interna riktlinjer som måste implementeras i organisationer, löpande följas upp och uppdateras. MiFID innehåller även krav på klagomålshantering och funktionerna för compliance, riskkontroll och intern revision. Utöver detta ger MiFID värdepappersföretagen en möjlighet att anlita anknutna ombud till sin verksamhet som agerar på värdepappersföretagets ansvar.

⁸ Värdepappersföretag som på ett organiserat, frekvent och systematiskt sätt utför kundorder mot det egna handelslagret klassificeras i MiFID som systematisk internhandlare. För dessa gäller särskilda regler, bl.a. ska företaget offentliggöra priser för aktier.

I MiFID-regleringen finns det värdepappersrörelser som undantas från tillståndsplikt⁹. Dessa undantag från tillståndsplikt och tillämpning av MiFID-reglerna gäller för det stora flertalet av de svenska elhandelsföretagen. Om elhandelsföretagets huvudsakliga verksamhet är att köpa eller sälja fysisk el så får elhandelsföretaget även tillhandahålla investeringstjänster om dessa kan anses vara kompletterande till huvudverksamheten, det s.k. kompletterande verksamhetsundantaget. Detta gäller så länge tillhandahållandet av dessa investeringstjänster rör el och kunden köper fysisk el via elhandelsföretaget. Elhandelsföretaget får enligt dessa undantag även bedriva handel för egen räkning. MiFID-regleringen är därmed ett regelverk som riktar sig mot den finansiella marknaden, men inte mot den finansiella elmarknaden till samma grad.

Det finns ett annat EU-direktiv, Market Abuse Directive (MAD)¹⁰ riktat mot finansiella marknader angående marknadsmissbruk som introducerades 2003. Syftet med regleringen är att öka investerarnas förtroende och marknadens integritet genom att förbjuda dem som har insiderinformation att handla med relaterade finansiella instrument, s.k. insiderhandel, och genom att förbjuda manipulering av marknader genom spridning av falsk information eller rykten som kan påverka prisbildningen. För att främja genomförandet av direktivet krävdes utökade befogenheter för de nationella tillsynsmyndigheterna för att införa effektiva, proportionerliga och avskräckande påföljder.

Avsikten med regleringen är att MiFID- och MAD-regleringen tillsammans garanterar konkurrenskraft, effektivitet och marknadsintegritet på finansmarknaderna. Den senare införda MiFID-regleringen är uppbyggd att vara konsekvent och stödja MAD-regleringens mål och principer.

4.2 Marknadsplatsernas regelverk och marknadsövervakning

Marknadsplatserna på den nordiska elmarknaden är uppdelade mellan den fysiska handeln¹¹ på Nord Pool Spot och den finansiella handeln på NASDAQ OMX Commodities¹².

Dessa faller under olika nationella lagstiftningar, vilket innebär att myndighetsansvaret är också uppdelat mellan flera myndigheter i Norge och Sverige. Nord Pool Spot AS är ett norskt företag och licensen för marknadsplatsen är utfärdad av den norska regleringsmyndigheten NVE. Licensen för gränsöverskridande elbörs är utfärdad av olje- och energidepartementet i Norge. NASDAQ OMX Commodities Europe¹³ faller under norsk reglering och har sin börslicens från norska Finans-

9 Lagen om värdepappersmarknaden (2007:528), 2 kap. 5 §

10 Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

11 Day-ahead market (Elspot) och intra-day market (Elbas)

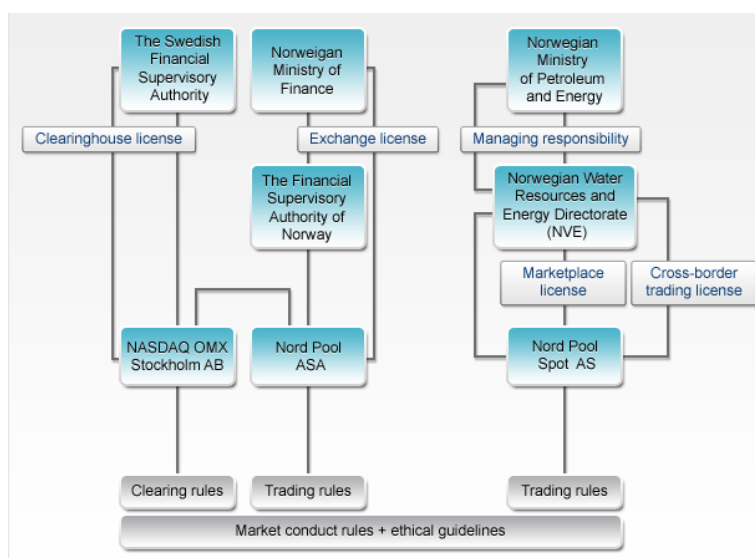
12 I tillägg sker bilateral och mäklad handel.

13 Formellt företagsnamn är NASDAQ OMX Oslo ASA

tilsynet. NASDAQ OMX Clearing¹⁴ sköter clearingen och faller under svensk reglering. Clearing görs även för OTC-handeln. Auktorisationen och tillsynen sker av svenska Finansinspektionen.

Uppdelningen mellan den fysiska och den finansiella handeln (Nord Pool Spot och NASDAQ OMX Commodities) har också medfört att en tidigare integrerad marknadsövervakning för den fysiska och finansiella handeln sedan augusti 2011 bedrivs av två olika aktörer. Reglerna för marknadsplatserna finns definierade i s.k. Market Conduct Rules. Efter separationen av den fysiska och finansiella handeln har Nord Pool Spot och NASDAQ OMX Commodities separata Market Conduct Rules, även om dessa i viss utsträckning är harmoniserade (exempelvis vad gäller definitioner). Branschorgan har historiskt sett varit med och bidragit till formulering av gemensamma spelregler och definitioner för marknadsaktörer.

Bild 4.1 Översikt av regleringen för de nordiska marknadsplatserna¹⁵



Källa: NASDAQ OMX Commodities (tidigare Nord Pool ASA)

Marknadsövervakning syftar ytterst till att säkerställa att marknadsaktörer följer gällande lagstiftning och börsernas regelverk. Utformningen av marknadsövervakningen skiljer sig åt mellan olika marknadsplatser. Detta gäller både ansvarsfördelningen, metoder samt omfattningen av övervakningen. På den nordiska marknaden har marknadsövervakningen främst skett via marknadsplatsernas egen marknadsövervakning, men också i ett samarbete mellan NVE och Konkurrensetilsynet i Norge.

Börsens övervakning syftar till att upptäcka eventuella överträdelser och brister i aktörernas agerande. Marknadsövervakningen påtalar t.ex. brister för aktörer, utreder upprepade förseelser och misstänkta fall av marknadsmanipulation. Vid

¹⁴ Formellt företagsnamn är NASDAQ OMX Stockholm AB

¹⁵ Notera att sedan uppdelningen mellan den fysiska och den finansiella handeln 2011 har Nord Pool ASA ersatts av Nasdaq OMX Commodities / NASDAQ OMX Oslo ASA.

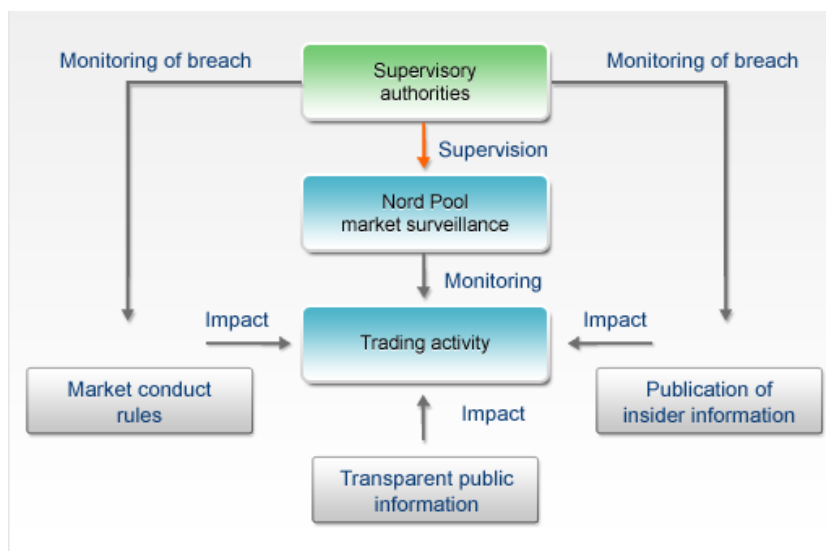
överträdelser har marknadsplatsen möjlighet att utfärda olika typer av sanktioner som drabbar medlemmen/marknadsaktören i fråga.

På Nord Pool Spot söker marknadsövervakningsfunktionen efter faktorer som troligen kan ha en prispåverkan och om sådan information är tillgänglig för alla marknadsaktörer. Urgent Market Messages (UMMs) är viktigt för detta och kontroll av dessa är en viktig del av marknadsövervakningen. När ett rapporteringsfel uppstår får marknaden fel information och priset kan påverkas uppåt eller nedåt. Så snart felet upptäcks och senast inom 60 minuter ska ett UMM skickas ut med rättelse.

Marknadsövervakningen på Nord Pool Spot övervakar även order, och gör rimlighetskontroller systematiskt avseende felaktiga order och exempelvis givna kapaciteter innan priskörningen görs (finns en reklamationsfrist).

Om upprepade fel från en och samma aktör granskas, kan sanktioner utfärdas. Sanktionerna som har utfärdats är normalt sett skriftliga varningar eller "statement of breach". Utöver publicering av olika sanktioner, rapporterar marknadsövervakningen till Nord Pool Spot styrelse och till regleringsmyndigheten (NVE), samt publicerar kvartalsvisa rapporter. Det finns en skillnad mellan den fysiska och finansiella elmarknaden gällande ärendehantering vid sanktionering. På NASDAQ OMX Commodities fattar styrelsen beslut kring sanktioner, men ärendena utreds utav en disciplinnämnd bestående av oberoende externa experter.

Bild 4.2 Struktur på marknadsövervakning



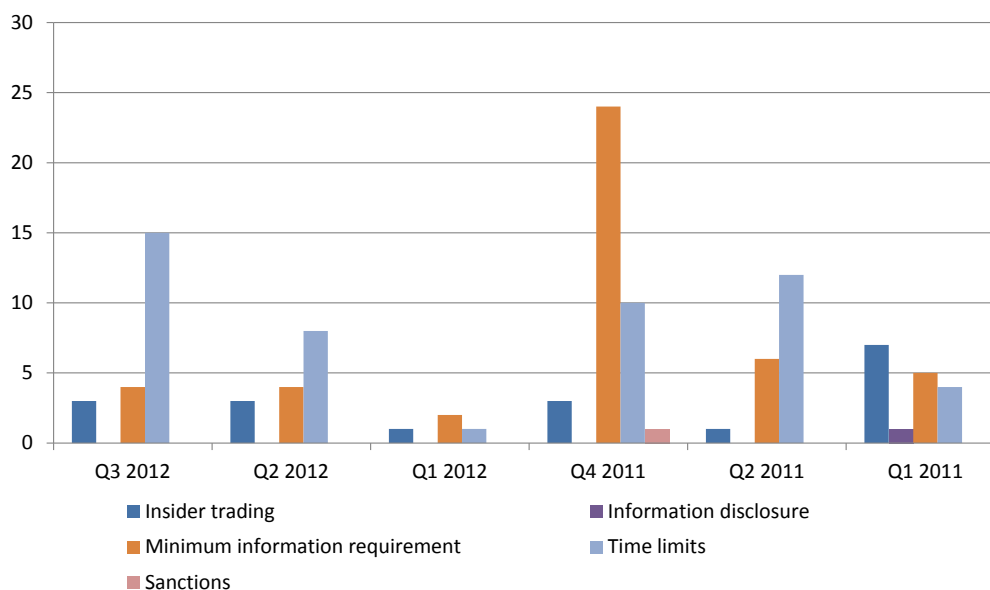
Källa: NASDAQ OMX Commodities (tidigare Nord Pool ASA)

De offentliga kvartalsvisa rapporterna är relativt kortfattade och innehåller ingen analys av marknadens funktionssätt som sådan. Däremot publiceras resultaten av granskningar i de kvartalsvisa rapporterna. Olika typer av överträdelser mot börsens regelverk sker regelbundet. I de flesta fall handlar det om brott mot kraven

på information i s.k. UMM, eller att tidsgränser för rapportering inte upprätthålls. Det är relativt vanligt att en aktör brutit mot båda dessa punkter i samma ärende.

Det förekommer också regelbundet överträdelser vad gäller insiderhandel. Bedömningen från marknadsövervakningen är dock vanligen att det rör sig om mindre volymer och att priset effekten har varit liten eller obefintlig.

Bild 4.3 Överträdelser mot "Market Conduct Rules"



Källa: Nord Pool Spot market surveillance quarterly reports

4.3 Ansvariga myndigheter

Här presenteras kort de ansvariga myndigheterna för licensiering och övervakning av den fysiska och finansiella handeln på Nord Pool Spot och NASDAQ OMX Commodities. Utöver de nationella regleringsmyndigheterna för energisektorn, övervakar konkurrensmyndigheter konkurrensfrågor på alla marknader, inklusive elmarknader likaväl som tillsynsmyndigheter för finanssektorn har ansvar för tillsyn av alla finansiella marknader, inklusive den finansiella elmarknaden. Myndigheterna har som regel inte en löpande övervakning över marknaderna, utan snarare förlitat sig på rapporter från marknadsplatserna samt utredningar när det är särskilt påkallat (t.ex. vid misstanke om brott mot konkurrensregler). Det finns även formaliserade former av nordiskt samarbete mellan tillsynsmyndigheterna.

4.3.1 Nationella regleringsmyndigheter för elmarknaden

Norges vassdrags- og energidirektorat (NVE) är den norska regleringsmyndigheten för elmarknaden sedan 1991 då den norska elmarknaden avreglerades. NVE övervakar efterlevnad av regelverket samt utfärdar licenser till marknadsaktörer och

marknadsplatser. NVE har befogenheter att dela information med andra regleringsmyndigheter i EEA-länder, inklusive EU-länderna, när informationen kan anses vara nödvändig för att främja efterlevnaden av bestämmelserna på elmarknaden och kan behandlas konfidentiellt.

För tillfället är Nord Pool Spot den enda marknadsplatsen med licens från NVE för fysisk elhandel. Syftet med marknadsplatsen är att främja en effektiv prisbildning på elmarknaden genom att underlätta effektiva, lämpliga och pålitliga handelsystem och handelsregler. Verksamheten i Nord Pool Spot regleras i den norska energilagen ("Energiloven") och ytterligare licenser med tillhörande villkor. Nord Pool Spot är verksam inom ramen för marknadsplatslicensen från NVE, men även inom licensen för gränsöverskridande elbörs utfärdad av Olje- och energidepartementet (OED) i Norge.

Energimarknadsinspektionen (EI) är den svenska regleringsmyndigheten som ansvarar för tillsyn, samt för regelgivning och tillståndsprövning på energimarknader. Verksamheten styrs utöver de nationella regelverken av EU regleringen. I Sverige har myndigheterna inte någon löpande marknadsövervakning för elmarknaden. Däremot har Energimarknadsinspektionen en marknadsbevakning och följer marknads utveckling. Syftet med denna marknadsbevakning är dock inte att upptäcka överträdelser. Energimarknadsinspektionen beskriver också el- och gasmarknaderna i en årlig rapport. På grund av de utökade uppgifter som implementering av REMIT regleringen innebär har Energimarknadsinspektionen inrättat en ny avdelning för marknadsövervakning och etablerat mer formaliserat samarbete med andra myndigheter

4.3.2 Konkurrensmyndigheter

Konkurrenssetilsynet (KT) är den norska konkurrensmyndigheten som ansvarar för tillsyn över Konkurrenslagen och konkurrensrelaterade bestämmelser i EEA avtalet. Konkurrenslagen, EEA och den europeiska konkurrenslagstiftningen har liknande bestämmelser kring förbud mot konkurrensbegränsande samarbete och missbruk av dominerande ställning.

Konkurrenssetilsynet ansvarar även för tillsyn över konkurrenslagstiftningen på elmarknaden, inklusive elbörsen. Eftersom både NVE och Konkurrenssetilsynet har tillsynsansvar över elmarknaden, har de etablerat ett samarbete där NVE stödjer konkurrensmyndigheten i övervakningen av grossistmarknaden för el gällande bl.a. marknadsanalyser. Detta samarbete är inriktat på att upptäcka missbruk av marknadsinflytande.

I Norge fick också Konkurrenssetilsynet för ett antal år sedan i ansvar att utarbeta en modell för övervakning av marknadsmakt på den norska marknaden. NVE och Konkurrenssetilsynet tog med anledning av detta fram en gemensam modell för

övervakning av marknaden¹⁶ som jämför det faktiska marknadspriset med ett förväntad pris utifrån marknadsförhållandena och effektivt utnyttjande av vattenmagasinen. Om simuleringsresultaten avviker från marknadspriset och skillnaden inte kan förklaras med pristagarnas beteende, undersöks lagda order på marknaden.

Konkurrensetilsynet och NVE har sedan framtagning av modellen bedrivit en kontinuerlig marknadsövervakning av grossistmarknaden för el. Konkurrensetilsynet uppger i sin årsredovisning för 2011 att man följde upp flera utslag i övervakningsverktyget, men inget av dessa föranledde någon åtgärd.

Konkurrensverket (KKV) är den svenska konkurrensmyndigheten som ansvarar för tillsyn över konkurrenslagen. På elmarknaden övervakar Konkurrensverket att marknadsaktörerna följer konkurrenslagen och föreslår regeländringar som skulle vara bra för konkurrensen. Liksom i Norge, ligger fokus på förbud mot konkurrensbegränsande samarbete och missbruk av dominerande ställning på marknaden. Konkurrensverket har ingen löpande marknadsövervakning för elmarknaden.

4.3.3 Tillsynsmyndigheter för finanssektorn

Finanstilsynet (FT) är en oberoende norsk statlig myndighet som ansvarar för tillsyn över lagar och bestämmelser som anser finansiella marknader. Genom att övervaka finansiella institut, marknadsaktörer, börser och andra auktoriserade marknadsplatser m.m. strävar Finanstilsynet att främja finansiell stabilitet och ordnade marknadsförhållanden som bidrar till ökat förtroende för finansiella kontrakt.

NASDAQ OMX Commodities Europe faller under norsk reglering och har sin börslicens från Finanstilsynet. Finanstilsynet har ett etablerat samarbete med NVE och Konkurrensetilsynet med anledning till detta.

Finansinspektionen (FI) är den motsvarande svenska myndigheten som ansvarar för tillsyn, regelgivning och tillståndsprövning för finansiella marknader och företag. Finansinspektionen ska bidra till ett stabilt och välfungerande finansiellt system, ett gott konsumentskydd i finanssektorn samt till en effektiv reglering av den finansiella tillsynen inom EU genom samarbete med europeiska myndigheter för finansmarknaden¹⁷.

Alla handel i Sverige med elrelaterade finansiella instrument, såsom elderivat, elcertifikat och utsläppsrätter faller under Finansinspektionens tillsyn. NASDAQ OMX Clearing som sköter clearing verksamheten även för OTC-handeln för

16 ECON-rapport nr 2003-117

17 Med europeiska myndigheter för finansmarknaden anses Europeiska bankmyndigheten (EBA), Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (Eiopa) samt Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma).

NASDAQ OMX Commodities är registrerad och licensierad i Sverige och faller därmed under Finansinspektionen tillsyn.

Finansinspektionen konstaterar¹⁸ att ur dess synvinkel har inte den finansiella elmarknaden samma betydelse som andra marknader, såsom aktiemarknaden. Brister i den finansiella elmarknaden kan inte hota det finansiella systemets funktionsförmåga, och eftersom det är en marknad för professionella aktörer finns heller inget konsumentskyddsintresse att ta tillvara. Den finansiella tillsynens fokus ligger därför på frågor kring genomlysning av marknaden och hantering av intressekonflikter.

4.3.4 Samarbete mellan nordiska myndigheter

De nordiska tillsynsmyndigheterna har ett formaliserat samarbete i NordREG, Nordic Energy Regulators, som syftar till samordning av insatser kring marknadsanalys, -rapportering och -utveckling. Möten mellan de nordiska tillsynsmyndigheterna hålls regelbundet även för att diskutera relevanta frågor med anknytning till Nord Pool Spot.

Sedan april 2011 har ett samarbetsråd inrättats gällande frågor kring Nord Pool Spot som består av nordiska och baltiska tillsynsmyndigheter samt Nord Pool Spots ledningsgrupp och håller möten kvartalsvis.

Det är också praxis att nordiska tillsynsmyndigheter, konkurrensmyndigheter och tillsynsmyndigheter för finanssektorn håller ett möte minst en gång per år för att diskutera relevanta frågeställningar inom den nordiska elmarknaden.

4.3.5 Marknadsövervakning i nuläget

Vi har betraktat myndigheternas tillsyn över de nordiska elmarknaderna som baseras på regelverk och relaterade befogenheter samt marknadsplatsernas övervakning över handeln och medlemmarnas agerande på marknadsplatsen och har identifierat flera områden där marknadsövervakningen skulle kunna förbättras.

Som nämnt ovan, är myndighetsansvaret för övervakningen av elmarknaderna uppdelat mellan flera myndigheter i Norge och Sverige. Nord Pool Spot AS är ett norskt företag och licensen för marknadsplatsen är utfärdad av den norska regleringsmyndigheten NVE. Licensen för gränsöverskridande elbörs är utfärdad av olje- och energidepartementet i Norge. NASDAQ OMX Commodities Europe faller under norsk reglering och har sin börslicens från norska Finanstilsynet. NASDAQ OMX Clearing sköter clearing och faller under svensk reglering. Clearing görs även för OTC-handeln. Auktorisationen och tillsynen sker av svenska Finans-

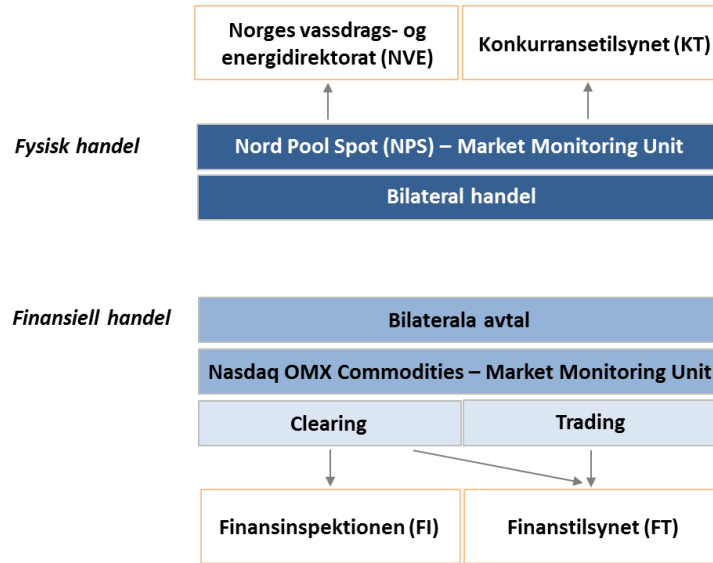
18 Finansinspektionen: Den finansiella elmarknaden, rapport 2005:6, DNR 05-2584-601

inspektionen. Vad gäller OTC-handeln, finns det ingen marknadsövervakning i dagsläget utöver börsens övervakning i samband med clearing. För de helt bilaterala kontrakten saknas löpande marknadsövervakningen därmed helt.

Den praktiska löpande myndighetsövervakningen är med andra ord begränsad och genomförs enbart av de norska tillsynsmyndigheterna sedan framtagandet av ett övervakningsverktyg i form av en marknadsmodell för grossistmarknaden för el. Även om modellen har förbättrat tillsynen över grossistmarknaden för el, har den inte aktivt kunnat leda till åtgärd mot marknadshändelser eller marknadsaktörer. På den finansiella elmarknaden kan myndighetsövervakningen också anses vara begränsad, delvis på grund av de undantag i MiFID-regleringen som minskar elhandelsbolagens rapporteringsansvar, samt synen på den finansiella elmarknaden som en marknad för professionella aktörer där konsumentskyddsintresset är begränsat.

Uppdelningen mellan den fysiska och den finansiella handeln (Nord Pool Spot och NASDAQ OMX Commodities) har också medfört att en tidigare integrerad marknadsövervakning görs nu i två avdelningar på två marknadsplatser som i bilden nedan refereras till som "Market Monitoring Unit". Detta tillsammans med den ovannämnda strukturen för myndighetsövervakningen betyder att övervakningen av de fysiska och finansiella marknaderna inte är sammanhållen, även om prisbildningen på den ena marknaden påverkar den andra.

Bild 4.4 Översikt av regleringen för de nordiska marknadsplatserna



Källa: Sweco

Omfattningen av marknadsplatsernas marknadsövervakning anses också vara begränsad. Att fokusera på det befintliga regelverket och eventuella överträdelser från detta innebär att marknadsfunktionssätt inte övervakas på något analytiskt sätt. Marknadsövervakningen är inte heller oberoende av marknadsplatsen, vilket innebär att det inte finns någon oberoende granskningen av själva marknadsplatsens funktion eller marknadsövervakningens funktion.

Marknadsrapporteringen kan också anses begränsad till både frekvens och omfattning både på marknadsplatsen och hos tillsynsmyndigheterna.

5 Regelverket i ändring

5.1 Inledning

Vid framväxten av en mer integrerad europeisk elmarknad, är marknadernas transparens av central betydelse för konkurrensförhållandena. Detta gäller såväl den fysiska som den finansiella elhandelsverksamheten med inbördes påverkan. De nationella regelverken kan inte uppfylla den samordnande rollen på gränsöverskridande handel och de befintliga regelverken MiFID och MAD riktar sig till de finansiella marknaderna med undantag för flertalet av elhandelsbolagen.

Detta var grunden till att europeiska värdepapperstillsynskommittén och europeiska gruppen av tillsynsmyndigheter för el och gas fann att den tidigare lagstiftningens tillämpningsområde inte räckte till för att åtgärda bristande integritet på marknaderna för el och gas och rekommenderade till kommissionen framtagning av ett energisektorspecifikt regelverk, REMIT, som förhindrar marknadsmissbruk samt betraktar sektorspecifika förhållanden som inte omfattas av andra direktiv och förordningar.

Det finns även kompletterande regelverk som introducerats, såsom EMIR, en förordning om utökad stabilitet och transparens på derivatmarknader och därmed minskade risker relaterade till OTC-derivathandeln. Även MiFID-regleringen är under revidering för bl.a. utökade krav på handel av råvaror och råvaruderivat. En reglering för hantering av fundamentala data på europeiska elmarknader (FEDT) är också under utveckling.

5.2 REMIT-regleringen

Regulation on Wholesale Energy Markets on Integrity and Transparency (REMIT) är Europaparlamentets och rådets förordning om integritet och öppenhet på grossistmarknaderna för el- och gasmarknaderna som trädde i kraft i december 2011¹⁹. Grossistmarknaderna som täcks av regleringen omfattar både produktmarknaderna och derivatmarknaderna, såsom reglerade marknader, multilaterala handelsplattformar, OTC-transaktioner och bilaterala avtal direkt eller genom mäklare. REMIT betonar marknadernas inbördes påverkan på varandra över gränserna, mellan el- och gasmarknaderna och över finansmarknaderna och produktmarknaderna, inklusive marknaderna för utsläppsrättigheter.

Med REMIT-regleringen vill EU etablera ett gemensamt ramverk för övervakning av el- och gasmarknaderna. Anledningen är den ökande graden av sammankoppling och marknadsintegration mellan grossistmarknaderna som förutsätter en stark

¹⁹ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1227/2011 av den 25 oktober 2011 om integritet och öppenhet på grossistmarknaderna för energi

och gränsöverskridande marknadsövervakning. REMIT-regleringen syftar till att främja öppen och rättvis konkurrens på grossistmarknaderna till förmån för slutkonsumenterna genom att öka transparens och förtroende för el- och gasmarknaderna och säkerställa att de priser som sätts på grossistmarknaderna för energi återspeglar marknadssituationen mellan tillgång och efterfrågan och att ingen vinning kan göras med hjälp av marknadsmissbruk. Eftersom prissättningen på produktmarknaden respektive derivatmarknaden påverkar varandra, ansågs det viktigt att tillämpa samma definitioner på insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan på båda marknaderna²⁰.

Fram tills REMIT-regleringens implementering har övervakningen av energimarknaderna utförts av medlemsstaterna och enskilt för varje sektor. Beroende på de allmänna marknadsreglerna och tillsynssituationen har detta lett till situationer där viss handelsverksamhet omfattats av flera olika jurisdiktioner och övervakningen utförts av flera olika myndigheter, även i olika medlemsstater. Detta har även varit situationen på den nordiska elmarknaden med gränsöverskridande transaktioner och nationella regelverk. REMIT regleringen innefattar huvudsakligen följande delar:

- *Förbud mot insiderhandel och användning av insiderinformation:* Det är förbjudet att använda insiderinformation till att bedriva handel antingen för egen räkning eller för tredje parts räkning. Insiderinformation definieras i REMIT-regleringen som "information av specifik natur som inte har offentliggjorts, som direkt eller indirekt rör en eller flera grossistenergiprodukter och som, om den skulle offentliggöras sannolikt skulle ha en väsentlig påverkan på priserna för dessa grossistenergiprodukter". Information om marknadsaktörens egna planer och strategier för handel betraktas inte som insiderinformation.
- *Skyldighet att offentliggöra insiderinformation:* Marknadsaktörerna har skyldighet att offentliggöra insiderinformation om verksamheten eller anläggningarna. I fall marknadsaktören väljer att skjuta upp offentliggörandet av insiderinformation, får insiderinformationen inte ligga till grund för marknadsaktörens beslut att utföra transaktioner med grossistenergiproduktion till dess att informationen offentliggjorts.
- *Förbud mot otillbörlig marknadspåverkan:* Med otillbörlig marknadspåverkan på grossistmarknaderna avses agerande av personer vilket på ett konstlat sätt påverkar priserna att ligga på en nivå som inte motiveras av marknadskrafterna för tillgång och efterfrågan, såsom utförande och återkallande av falska order; spridning av falsk eller vilseledande information eller falska och vilseledande rykten, avsiktligt ge företaget som ger prisbedömningar eller

²⁰ REMIT-förordningen omfattar handel med grossistenergiprodukter. De grossistenergiprodukter som omfattas av artikel 9 i marknadsmissbruksdirektivet täcks inte av förbuden i artiklarna 3 (förbud mot insiderhandel) och 5 (förbud mot otillbörlig marknadspåverkan) i REMIT-förordningen, dvs. huvudsakligen finansiella instrument som är godkända för handel på en reglerad marknad i minst en medlemsstat.

marknadsrapporter falsk information för att vilseleda de marknadsaktörer som agerar på grundval av dessa prisbedömningar eller marknadsrapporter, avsiktligt ge sken av att tillgången på produktionskapacitet för el eller naturgas eller tillgången på överföringskapacitet är en annan än den kapacitet som verkligen är tekniskt tillgänglig m.m.

- *Utökat marknadsövervakningsansvar till tillsynsmyndigheten ACER:* För att säkerställa effektiv marknadsövervakning på EU-nivå utökades marknadsövervakningsansvaret hos ACER (Agency for the Cooperation of Energy Regulators) i samband med REMIT-regleringen. Byrån ansågs bäst lämpad att utföra övervakning på grund av dess kunskaper och översikt över marknaderna på EU-nivå. Marknadsövervakningen är dock beroende av samarbete och samordning mellan byrån och de nationella tillsynsmyndigheterna.
- För att kunna utföra effektiv marknadsövervakning behöver ACER ha tillgång till transaktionsuppgifter och vid behov kunna inhämta uppgifter från alla order(bid/ask). Inrapporteringen av transaktioner kan göras av en marknadsaktör med det övergripande ansvaret men kan även delegeras till:
 - en tredje part som agerar på marknadsaktörens vägnar
 - ett system för rapportering av handel
 - en organiserad marknad, ett ordermatchningssystem eller en annan person som yrkesmässigt utför transaktioner
 - ett transaktionsregister som har registrerats eller godkänts i enlighet med tillämplig unionslagsstiftning och derivattransaktioner, centrala motparter och transaktionsregister, eller
 - en behörig myndighet eller Esma (European Securities and Markets Authority) som har tagit emot dessa uppgifter enligt gällande regelverket
- Inrapporteringen ska innehålla en exakt identifiering av köpta och sålda grossistprodukter, överenskommet pris och kvantitet, datum och tidpunkt för verkställande, transaktionsparterna och transaktionens mottagare samt annan relevant information.
- ACER kommer även att få tillgång till fundamentala data i form av bl.a. uppgifter om produktions-, konsumtions- och överföringskapacitet. Därmed berör REMIT utöver nationella tillsynsmyndigheter, finansmyndigheter och konkurrensmyndigheter även marknadsaktörer och marknadsplatser. ACER kan även begära samarbete och samordna utredningsgrupper som består av representanter från nationella myndigheter i

syftet av att utreda ärenden. Myndigheterna bör också samarbeta och ömsesidigt byta information under konfidentialitet i syfte att garantera att enhetliga åtgärder vidtas mot marknadsmissbruk på både produktmarknaderna och derivatmarknaderna.

- ACER bör också inrätta mekanismer som ger berörda myndigheter tillgång till de uppgifter som samlats in om transaktionerna, samtidigt som data-säkerheten ska garanteras. Det finns också en ambition att göra information tillgänglig för forskningsändamål och förbättra öppenheten på grossistmarknaderna så länge detta inte kan leda till snedvridning av konkurrensen. Minst en gång årligen ska ACER lägga fram en rapport till EU kommissionen om dess verksamhet samt bedöma funktionen och öppenheten hos olika kategorier av marknadsplatser och sätt att bedriva handel. ACER kan även lämna rekommendationer till kommissionen i fråga om bestämmelser, normer och förfaranden på marknaden som kan förbättra marknadsintegriteten och funktionen hos den inre marknaden.
- *Upprättandet av ett europeiskt register för marknadsaktörer:* Ett europeiskt register för marknadsaktörer baserat på nationella register kommer att upprättas av ACER för att förbättra öppenhet på marknaderna. Krav ställs på marknadsaktörer att registrera sig hos de nationella regleringsmyndigheterna inom EU. Registret ska ge varje marknadsaktör en unik identifieringskod och ska innehålla tillräckliga uppgifter för att marknadsaktören ska kunna identifieras, såsom momsregistreringsnummer, etableringsort, vilka personer som bär ansvar för verksamhets- och handelsbeslut samt vem som i sista hand övervakar eller drar nytta av aktörens handelsverksamhet.
- *Sanktioner för överträdelser:* Medlemsstaterna ska införa bestämmelser om sanktioner som ska tillämpas vid överträdelser av REMIT-regleringen. Sanktionerna för överträdelser bör vara effektiva, avskräckande och proportionerliga och tillämpas enligt nationell lagstiftning. Enligt REMIT ska varje medlemsstat senast den 29 juni 2013 se till att de nationella tillsynsmyndigheterna har de utredningsbefogenheter och verkställandebefogenheter som de behöver för att utföra uppgiften, såsom:
 - Få tillgång till varje dokument i vilken form som helst och få en kopia på det
 - Begära upplysningar av vem som helst, även av de personer som efter varandra verkar för att vidarebefordra order eller utföra de berörda operationerna samt deras huvudmän och om nödvändigt rätten att kalla en person eller en huvudman till förhör
 - Utföra inspektioner på plats
 - Begära befintliga register över tele- och datatrafik

- Begära att ett agerande som strider mot bestämmelser upphör
- Begära att tillgångar fryses eller beläggs med kvarstad
- Begära att en domstol eller en behörig myndighet utfärdar tillfälligt förbud mot utövande av yrkesverksamhet

5.3 Översyn av MiFID- och MAD-regleringen

Kommissionen presenterade ett förslag till översyn av MiFID-regleringen i 2011²¹. Förslaget är tvådelat och består av en förordning och ett direktiv. Anledningen till översyn av MiFID-regleringen var händelser och strukturella ändringar på finansiella marknader i form av introduktion av nya handelsplatser och finansiella produkter samt teknikutveckling som inte täcktes av MiFID-regleringen från 2007. Syftet är också att implementera regelverk för transaktionsrapportering som är i linje med MAD-direktivet. De viktigaste ändringarna i MiFID-förslaget är följande:

- *Mer robusta och effektiva marknadsstrukturer:* Kommissionen föreslår att en ny form av reglerad handel, Organised Trading Facility (OTF), införs. Dessa är organiserade handelsplattformar som inte har varit reglerade tidigare men blivit allt viktigare för t.ex. handel av standardiserade derivatkontrakt.
- *Anpassning till marknadens teknikutveckling:* Det föreslås nya regler för algoritmisk och högfrekvenshandel, som har ökat hastigheten på handeln och inför eventuella systematiska risker i handeln.
- *Ökad transparens:* Kraven på transparens kring transaktionsrapportering som infördes vid MiFID-regleringen har gällt enbart för aktiehandeln. I MiFID II föreslås samma rapporteringskrav gälla även för handel med andra finansiella instrument, såsom obligationer, strukturerade produkter och derivat.
- *Förstärkta tillsynsbefogenheter och en striktare ram för marknaderna för råvaruderivat:* Kommissionens förslag förstärker tillsynsmyndigheternas roll, befogenheter och samarbete med den Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten²². Förslaget förstärker även övervakning av marknaderna för råvaruderivat genom att införa krav på standardiserad positionsrapportering till tillsynsmyndigheter. Detta kommer att underlätta för tillsynsmyndigheter och marknadsaktörer att bedöma betydelsen av spekulation på dessa marknader. Positionerna kan också begränsas om det finns oro för instabilitet på marknaderna. Utsläppsrätter kommer att definieras som finansiella instrument, vilket innebär att MiFID-regleringen kommer att

21 Europeiska kommissionen: Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om marknader för finansiella instrument och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG, 2011/0298

22 European Securities and Markets Authority (ESMA)

gälla även för dessa²³. Det är också sannolikt att färre elhandelsbolag kommer att undantas från MiFID gällande handel med råvaruderivat.

- *Förbättrad datainsamling*: Nya krav för datainsamling föreslås genom introduktion av Approved Publication Arrangements (APA) dit alla transaktioner som exekverats ska rapporteras. APA är ett system som säkerställer snabb och säker datakonsolidering och offentliggör uppgifter, vilket gör det enklare för marknadsaktörer att göra t.ex. prisjämförelser.
- *Starkare skydd för investerare*: Förslaget ställer strängare krav på portföljförvaltning, investeringsrådgivning och utbudet av komplexa finansiella produkter såsom strukturerade produkter, t.ex. ökad informationsskyldighet, genomlysning av exekveringens kvalitet, rådgivarnas och portföljförvaltarnas oberoende jämt mot tredje parter och regler för företagsstyrning och chefs ansvar inför för alla värdepappersföretag.
- *Krav på värdepappersföretag angående organisation och affärsverksamhet*: Introduktion av strängare krav på bolagsstyrning där styrelsens delaktighet inom compliance, risk och internrevision ska stärkas.

I vilken grad den nya MiFID-regleringen kommer att påverka elhandelsbolagen beror på de undantag från tillståndsplikten som kommer att tillämpas. Frågan är också i vilken grad Norge kommer att tillämpa den reviderade regleringen. Som nämnt ovan, gäller idag undantag från tillståndsplikt, framför allt det kompletterande verksamhetsundantaget, för det stora flertalet av elhandelsföretagen. I det förslag som kommissionen överlämnade i oktober 2011 finns detta undantag kvar, vilket begränsar påverkan på elhandelsföretagen. T.ex. ökade rapporteringskrav kring transaktioner kommer enbart att gälla för de bolag inom en koncern som innehar värdepapperstillstånd. Kraven på positionsrapportering kan däremot påverka elhandelsbolag inom koncern då olika koncernbolag handlar på en reglerad marknad såsom NASDAQ OMX Commodities där tillsynsmyndigheten kan kräva att vissa positionslimiter införs. Finansinspektionen förväntas också få utökade möjligheter att begära information från alla marknadsaktörer angående en exponering som uppstått genom derivatinstrument, som även skulle innefatta elhandelsbolagen.

Även MAD-regleringen är parallellt under utveckling för att fortsättningsvis vara konsekvent med MiFID-regleringen. Kommissionen har identifierat en rad problem med den befintliga regleringen såsom reglering av nya marknadsplatser, vissa marknadsplattformar och OTC-handel med finansiella instrument samt regleringen kring råvaruderivat. Detta är anledningen till att kommissionen ska ersätta den befintliga MAD-regleringen med en förordning om marknadsmissbruk (Market Abuse Regulation, MAR) och ett direktiv med straffrättsliga påföljder för

²³ Utsläppsrätter har inte ansetts som finansiella instrument, däremot har derivatkontrakt med utsläppsrätter varit definierade som finansiella instrument sedan tidigare.

marknadsmisbruk. De viktigaste delarna i förslaget till den nya MAD-regleringen avser huvudsakligen följande områden²⁴:

- Marknadsmisbruk utvidgas att omfatta även MTF-handel och andra organiserade marknadsplattformer samt finansiella instrument som handlas OTC. Detta anses nödvändigt för att eliminera möjligheten till regleringsarbitrage mellan handelsplatserna.
- Införande av tydliga definitioner gällande insiderinformation för råvaruderivat för att minska informationsasymmetrier mellan grossistmarknader och derivatmarknader för el. Detta för att marknadsaktörer på en marknad inte ska kunna dra nytta av insiderinformation på den andra marknaden. På grund av marknadernas ömsesidiga beroende utökas också definitionen av otillbörlig marknadspåverkan att täcka även gränsöverskridande marknadsmisbruk, s.k. cross-market manipulation.
- En samarbetsplikt införs mellan tillsynsmyndigheter på den finansiella och fysiska marknaden för att säkerställa att översyn täcker även det gränsöverskridande marknadsmisbruket som definierats ovan.
- Utsläppsrätter kommer att definieras som finansiella instrument i MiFID-översyn, vilket innebär att de kommer fortsättningsvis också att falla under MAD-reglering. På grund av utsläppsrätternas karaktär anses den befintliga definitionen otillräcklig för denna marknad och en särskild definition av insiderinformation kommer att införas. Denna utgår ifrån att istället för emittenten av utsläppsrätter, ligger skyldigheten till offentliggörande av insiderinformation hos företag med stora anläggningar inom utsläppshandelssystemet eftersom det är de som har relevant marknadsinformation.
- Tillsynsmyndigheternas tillgång till information utökas. De kan t.ex. få tillgång till telefon- och datatrafik eller annan dokumentation om skäliga misstankar om marknadsmanipulation finns.
- En ny överträdelse införs, nämligen försök till otillbörlig marknadspåverkan. Detta innebär att sanktioner kan utfärdas även för misslyckade försök till marknadsmanipulation. EU kommer också att ställa högre krav på sanktioner relaterade till överträdelser av MAD-regleringen.

24 Europeiska kommissionen: Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk), 2011/0295

5.4 Övriga regelverk

5.4.1 EMIR-regleringen

European Market Infrastructure Regulation (EMIR)²⁵ är ett regelverk som syftar till ökad stabilitet, transparens och effektivitet på derivatmarknader och därmed minskade risker relaterade till OTC-derivathandeln. Detta ansågs nödvändigt på grund av att OTC-derivatkontrakt är privata kontrakt och alla uppgifter om dem vanligtvis bara är tillgängliga för kontraktsparterna. Samtidigt skapar de ett komplicerat nät av ömsesidigt beroende som kan göra det svårt att bedöma arten och omfattningen av de risker som det är förenade med. Regleringen trädde i kraft i augusti 2012. EMIR-regleringen innefattar huvudsakligen följande delar:

- *Transaktionsrapportering:* Information om samtliga europeiska derivattransaktioner ska rapporteras till transaktionsregister och vara tillgängliga för tillsynsmyndigheter och den europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten Esma för att ge dessa förbättrad översyn över marknaderna.
- *Clearingkravet:* OTC-derivatkontrakt kommer att behöva clearas via centrala motparter (CCP). Dock kommer inte kravet att tillämpas på alla klasser av derivat, utan Esma kommer att fastställa till vilka klasser kravet på obligatorisk central clearing bör gälla för att minska den systemrisken. Regleringen ställer även högre krav på regelverk och affärsed hos CCPs samt samverkansöverenskommelser CPPs emellan.
- *Likvida säkerheter:* CCPs ska godta mycket likvida säkerheter med minimala kredit- och marknadsrisker. Från icke-finansiella motparter får bankgarantier godtas. Dock har Esma i sitt förslag tillåtit en treårig övergångsperiod för handel av råkraftsprodukter som omfattas av EMIR.
- *Strängare krav för riskhantering:* OTC-derivatkontrakt som inte anses lämpade för clearing via CPPs är förenade med motpartskreditrisker och operativa risker. För att minska dessa risker bör marknadsaktörer ha riskhanteringsförfaranden som kräver en utväxling av säkerheter.

5.4.2 FEDT-regleringen

Fundamental Electricity Data Transparency (FEDT)²⁶ är under utveckling för framtagning av riktlinjer kring hantering av fundamentala data på europeiska elmarknader. Riktlinjerna ska definiera hur informationens kvalitet och

²⁵ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister

²⁶ ERGEG Advice, Comitology Guidelines on Fundamental Electricity Data Transparency, Ref: E10-ENM-27-03, 7 December 2010.

tillförlitlighet ska kontrolleras och data offentliggöras. Det ska tas fram en central informationsplattform för datahantering som möjliggör för alla marknadsaktörer att forma en enhetlig och konsekvent syn på marknaden. ERGEG föreslår att data hanteras av ENTSO-E²⁷.

5.5 ACER - Ny tillsynsmyndighet på europeisk nivå

Agency for the Cooperation of Energy Regulators (ACER) är ett europeiskt samarbetsorgan för nationella tillsynsmyndigheter inom energiområdet som etablerades 2009²⁸ och är en del av skapandet av en inre marknad för energi. ACER lanserades officiellt i mars 2011 och har säte i Ljubljana, Slovenien. Syftet med ACER är att främja samarbete mellan tillsynsmyndigheterna samt att bidra till marknadsintegration och harmoniseringen av regelverken i enlighet med EUs energipolitiska mål. Dessa är relaterade till förbättring av konkurrensförhållanden på energimarknader, utveckling av en mer effektiv energiinfrastruktur som bidrar till marknadsintegration och försörjningstrygghet samt förstärkning av övervakning och transparens på energimarknader för att garantera korrekt prisbildning.

ACER kommer att ansvara för implementering av REMIT-regleringen på en europeisk nivå och samla in all transaktionsdata och fundamentala data från marknadsaktörer och nationella regleringsmyndigheter. Utifrån de inrapporterade uppgifterna övervakar ACER marknaderna i syfte att upptäcka insiderhandel och marknadsmanipulation. ACER ska även samordna nationella reglermyndigheter vid gränsöverskridande marknadsmissbruk och kan beordna en nationell reglermyndighet att utreda eventuella nationella ärenden.

5.6 Implementering av REMIT-regleringen

De nationella tillsynsmyndigheterna har huvudansvaret för implementering av REMIT-regleringen i medlemsstaterna. Därför ställs krav på de nationella tillsynsmyndigheterna att ha de utredningsbefogenheter som behövs för att effektivt kunna utföra uppgiften. I Sverige är Energimarknadsinspektionen den nationella myndighet som ansvarar för att övervaka marknaderna utifrån REMIT-regleringen.

Enligt uppdraget som beskrivs i regleringen ovan kommer regleringsmyndighetens roll fokusera på att övervaka efterlevnad av förordningens regler och samverka med ACER och andra nationella tillsynsmyndigheter kring implementeringen av och utredningar relaterade till REMIT-regleringen. Den nationella regleringsmyndigheten kommer även att upprätta ett register över handlare och ansvara för insamling av fundamentala data, bl.a. uppgifter om produktions-, konsumtions- och överföringskapacitet.

²⁷ European Network of Transmission System Operators for Electricity (ENTSO-E)

²⁸ Europaparlamentets och rådets förordning (EG) Nr 713/2009 av den 13 juli 2009 om inrättande av en byrå för samarbete mellan energitillsynsmyndigheter.

På grund av de utökade uppgifter som REMIT-regleringen innebär har EI inrättat en avdelning för marknadsövervakning. EI har även etablerat mer formaliserat samarbete med Finansinspektionen och andra nationella regleringsmyndigheter. Målet är även att förstärka samarbetet med marknadsplatserna.

Rapporteringen kring transaktioner kommer att göras från marknadsaktörerna eller deras huvudmän direkt till ACER. För att ramverket ska vara enhetlig i alla led kommer marknadsplatserna att överse sina regelverk enligt REMIT-regleringen. För att förenkla rapporteringsprocessen, är det sannolikt att de nordiska marknadsplatserna kommer att sköta rapporteringen åt sina medlemmar. Rapporteringskraven är dock identiska för mindre mäklare och för bilateral handel och täcker även t.ex. icke-genomförda orders. REMIT-regleringen innebär i flera avseende strängare regler för denna handel. Marknadsplatser ska också inrätta och underhålla effektiva system och förfaranden för att identifiera marknadsmissbruk. De har skyldighet att meddela nationella reglermyndigheter om de misstänker brott mot REMIT-regleringen.

Som nämnt ovan, kommer en nationell lagsstiftning att träda i kraft i Sverige under 2013 som ger Energimarknadsinspektionen de befogenheter som dessa uppgifter och relaterade sanktioner förutsätter. Lagrådsremissen för ingripande mot marknadsmissbruk vid handel med grossistenergi produkter som överlämnades av regeringen till Lagrådet den 21 februari 2013 är utformad utifrån REMIT-direktivet och tydliggör EIs roll som den nationella tillsynsmyndigheten samt relaterade straffbestämmelser m.m.

Enligt lagrådsremissen ska Energimarknadsinspektionen (som den nationella tillsynsmyndigheten) övervaka att den nya lagen och relaterade föreskrifter följs. EI har för uppgift att utreda ärenden och rätt att förelägga ett företag eller någon annan att tillhandahålla uppgifter, handlingar eller annat och kunna kalla personer till förhör. Tillsynsmyndigheten ska också kunna genomföra undersökningar på plats hos en marknadsaktör. Dessa åtgärder kan förenas med vite.

EI ska anmäla till åklagare när det finns anledning att anta att en överträdelse av förbuden i REMIT-förordningen har begåtts. Eftersom förbuden föreslås vara straffrättsligt sanktionerade, är utredning och lagföring av brott uppgifter för åklagare. Tillsynsmyndigheten bör därmed anmäla nämnda överträdelser till åklagare för vidare utredning och lagföring. Exakt när under processen detta sker är inte tydligt definierad. På denna punkt skiljer sig förslaget från marknadsmissbrukslagen (10 §) där Finansinspektionen har en skyldighet att överlämna rapporter om misstänkta överträdelser till åklagare utan att vidta några egna utredningsåtgärder med anledning av rapporten. Samtidigt har Finansinspektionen enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden möjlighet vid behov att genomföra undersökningar hos bl.a. värdepappersinstitut.

När överträdelser av förordningens förbud utreds av åklagaren blir dessa föremål för förundersökning och därmed förundersökningssekretess. Uppgifter kan lämnas

från en myndighet till en annan myndighet om en uppgiftsskyldighet följer av lag eller förordning. Sekretessen följer alltid med uppgifter om de lämnas vidare till en annan myndighet.

I lågrådsremissen anser regeringen att utgångspunkten gällande sanktioner bör utformas enligt marknadsmissbrukslagen (2005:377) där motsvarande regler om ingripande mot användning av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan samt relaterade straffbestämmelser redan finns på det finansiella området²⁹.

Straffansvaret riktar sig mot fysiska personer, men även näringsidkare kan åläggas ekonomiska sanktioner enligt bestämmelserna om företagsbot i 36 kap. brottsbalken. Marknadsmissbrukslagen innehåller straffbestämmelser enligt följande:

- *Insiderbrott (2–4 §§):* För insiderbrott föreskrivs fängelse i högst två år. Om brottet är grovt döms till fängelse lägst sex månader och högst fyra år. Är brottet ringa döms för insiderförseelse till böter eller fängelse i högst sex månader. För insiderbrott som begås av oaktsamhet döms till böter eller fängelse i högst ett år. I ringa fall döms inte till ansvar.
- *Obehörigt röjande av insiderinformation (7 §) och otillbörlig marknadspåverkan (8 §):* Påföljden för obehörigt röjande av insiderinformation är böter eller fängelse i högst ett år. I princip motsvarande straffsatser föreskrivs för brottet otillbörlig marknadspåverkan.

Det finns även bestämmelser om straffansvar för den som åsidosätter rapporteringsskyldigheten och meddelandeförbudet i 13 §³⁰.

REMIT-regleringens registreringsakter förväntas till mitten av 2013. Detaljreglering i form av delegerade och genomförande akter³¹ är under utveckling. Fram tills dess är inte alla detaljer i regleringen formulerade. Planen var att dessa skulle presenteras i början av 2013, men arbetet är försenat och detaljregleringen förväntas till årsskiftet 2013-2014. Marknadsaktörerna ska börja rapportera in data senast 6 månader efter att detaljregleringen är framställd.

5.7 Marknadsövervakning efter REMIT-regleringen

I nuläget har myndigheterna som regel inte haft en löpande övervakning över elmarknaderna, utan snarare förlitat sig på rapporter från marknadsplatser samt utredningar när det är särskilt påkallat, t.ex. vid misstanke om brott mot konkurrensregler. REMIT-regleringen ställer betydligt högre krav på myndighetsövervakningen och förväntas förstärka både tillsynens omfattning och relaterade befogen-

²⁹ Straffansvar finns även i lagen (2004:1199) om handel med utsläppsrätter (8 kap. 1 a–1 e §§).

³⁰ Liknande bestämmelser finns även i lagen om handel med utsläppsrätter (7 kap. 10-11 §§ och 8 kap. 1f §).

³¹ Engelska termen: Implemented and delegated acts

heter. För detta arbete har Energimarknadsinspektionen nyligen inrättat en ny avdelning för marknadsövervakning som ska samverka med andra organ som Finansinspektionen, andra europeiska tillsynsmyndigheter, ACER och marknadsplatserna.

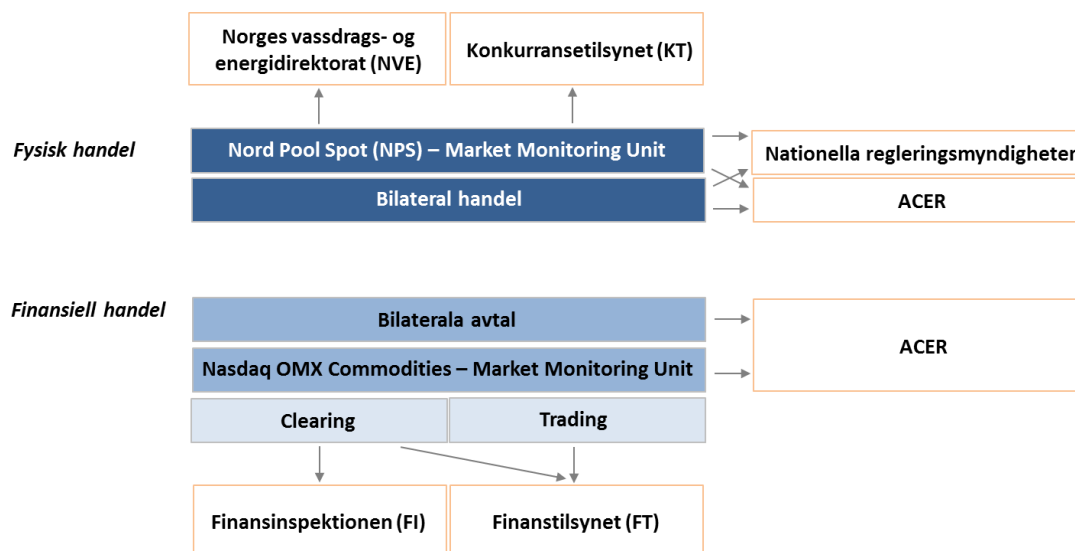
De ändringar i regelverket som REMIT-regleringen och de övriga regleringar i ändring innebär kommer potentiellt att åtgärda några av de brister med marknadsövervakningen som identifierats ovan. En stor skillnad är att REMIT-regleringen täcker hela marknaden och ställer betydligt strängare krav för bilateral handel. Det är dock viktigt att påpeka att myndighetsövervakningen inte kommer att förbättra det löpande övervakningsarbetet till väsentliga delar eftersom tillsynen inte kommer att ske i realtid. Utan realtidsövervakning finns inte möjligheter att införa handelsstopp och därmed minimera marknadspåverkan.

Eftersom ACER kommer att vara den europeiska tillsynsmyndigheten dit alla transaktioner rapporteras till, kommer det att finnas något mer koordinerad övervakning för fysisk och finansiell handel, t.ex. jämförande av dataserier från fysisk och finansiell handel kommer att vara möjligt. Till hög grad kommer dock rapporteringsvägar vara separata och därmed hela problematiken inte löst. För den finansiella handeln innebär REMIT-regleringen ökade krav, men på grund av undantag som sannolikt kommer att kvarstå i MiFID-regleringen, kommer inte övervakningen på den finansiella elmarknaden att ställas lika höga krav som för övrig finansiell handel.

Allmänt kan anses att rapporteringskraven med den nya regleringen kommer att öka, både för marknadsplatserna och för myndigheterna. Detta kommer att bidra till en ökad transparens och informationsspridning. Även ACERs ambition att publicera information, t.ex. transaktionsdata som inte anses av strategisk betydelse, kommer att bidra till ökade möjligheter till marknadsanalys och kunskapsutveckling kring den integrerade elmarknaden.

Det finns även problemområden som det nya regelverket inte kommer att beröra. Marknadsplatsernas regelverk fokuserar även fortsättningsvis på medlemmar/marknadsaktörer medan REMIT fokuserar på fysiska eller juridiska personer (och även inkluderar straffrättsliga sanktioner). Omfattningen av marknadsövervakning hos marknadsplatserna kommer fortfarande att vara fokuserad på regelverket och eventuella överträdelser från detta med mindre betoning på marknadernas funktionssätt, marknadsplatsernas funktion eller marknadsövervakningens (market monitoring unit) funktion.

Bild 5.1 Översikt av tillsynen för de nordiska marknadsplatserna efter REMIT-regleringen är implementerad



Källa: Sweco

De nordiska marknadsplatsernas regelverk uppfyller i relativt hög grad kraven som ställs i REMIT-regleringen, men de arbetar med uppdateringar av Market Conduct Rules för att fullt ut harmonisera med REMIT-regleringen. Marknadsplatser ska inrätta och underhålla effektiva system och förfaranden för att identifiera marknadsmissbruk. De har skyldighet att meddela nationella reglermyndigheter om de misstänker brott mot REMIT-regleringen. Några centrala punkter där nuvarande regelverk avviker från REMIT är följande:

- *Definition av insider information:* Nuvarande Market Conduct Rules hänvisar enbart till informationen som sådan, medan det enligt REMIT ska vara sannolikt att informationen har en signifikant effekt på priset om den offentliggjordes. Detta innebär att "Market Conduct Rules" har i den meningen varit "strängare" än informationsplikten i REMIT.
- *Definition av marknadsmanipulation:* Nuvarande Market Conduct Rules tar enbart med situationen där man utnyttjar "falska förespeglingar" i handelsorder, medan REMIT även täcker in försök till detta.
- *Förbud mot insiderhandel:* I nuvarande Market Conduct Rules för Nord Pool Spot finns ett undantag som medger att man får handla på Elspot om man inte tar hänsyn till den insiderinformation som man har. Detta undantag finns inte i REMIT, även om REMITs förbud mot insiderhandel innebär ett förbud mot att använda insiderinformation.
- *"Disclosure requirements":* Market Conduct Rules ger specifika gränser (i MW) för vilken information som ska publiceras.

Nackdelen med den mer omfattande myndighetsövervakningen är att den med stor sannolikhet kommer att tillämpas utöver den befintliga marknadsövervakningen och ansvaras för av respektive lands tillsynsmyndigheter. Detta kan innebära överlappande marknadsövervakning, delvis mellan marknadsplatserna och tillsynsmyndigheterna, delvis mellan de nationella tillsynsmyndigheterna. På grund av den höga integrationsgraden på de nordiska elmarknaderna kan den nya modellen potentiellt anses som ineffektiv ur ett resursperspektiv.

6 Jämförande analys

Den principiella strukturen och rollen för marknadsövervakningen på den finansiella marknaden styrs av EU-lagstiftningen, framför allt MAD- och MiFID-direktiven. Därmed är också de principiella skillnaderna mellan europeiska marknadsplatserna relativt små ur ett jämförande perspektiv. Den stora utmaningen på den europeiska aktiemarknaden är relaterad till s.k. cross-market surveillance, eller tvärmarknadsövervakning i realtid. Denna fråga har inte hanterats i MiFID-regleringen från 2007 och är därmed aktuell i den pågående diskussionen om MiFID II. På den amerikanska aktiemarknaden tillämpas cross-market surveillance av FINRA. I jämförelse med den europeiska aktiemarknaden har elmarknaden med en europeisk regleringsmyndighet ACER och REMIT-regleringen kommit relativt långt i hantering av marknadsintegrationen. En skillnad till marknadsövervakningen på den fysiska elmarknaden är den interna organisationsstrukturen, som på aktiemarknaden är mer fokuserad på hantering av intressekonflikten och därmed involverar oberoende parter i organisationen.

På den fysiska elmarknaden är rollen och uppgifterna för marknadsövervakningen mellan europeiska elbörser relativt homogena. Även rapporteringsvägarna är liknande mellan marknadsplatserna, t.ex. med avseende på rapporteringskyldigheterna till regleringsmyndigheterna. Innehållet i marknadsplatsens rapportering till marknadsaktörerna skiljer sig dock något, men i allmänt är Nord Pool Spot väl positionerad i jämförelsen. I och med ökande krav på transparens, har plattformar utvecklats i t.ex. EPEX/EEX för att förbättra informationstillgången till fundamentala data till alla marknadsaktörer. Även om motsvarande plattformar inte finns i Norden, kan informationstillgängligheten på den nordiska marknaden anses bra.

Liksom i Europa idag, är marknadsövervakningen på den fysiska och finansiella elmarknaden i USA separata. I jämförelse med marknadsövervakningen på den amerikanska fysiska elmarknaden kan dock två stora skillnader identifieras. Organisatoriskt är marknadsövervakningen utlagt till en extern part i USA, t.ex. en utomstående oberoende marknadsövervakningsenhet eller konsultföretag. Den andra väsentliga skillnaden är att dessa har för uppgift utöver den löpande marknadsövervakningen, att även analysera marknadsstrukturen och börsens regelverk och funktionssätt samt proaktivt föreslå förbättringar i dessa – dimensioner som inte täcks av den europeiska eller nordiska modellen för elmarknadsövervakningen. Det finns stora skillnader i rapporteringens omfattning mellan olika marknadsövervakningsenheterna i USA, men i allmänhet är rapporteringen betydligt mer detaljerad och resursbehovet högre än i marknadsövervakningen hos Nord Pool Spot eller de europeiska elbörserna. Dessa skillnader anses betydande och lyfts även fram i policyförslaget.

6.1 Europeiska aktiemarknaden

6.1.1 Nasdaq OMX Nordic marknadsövervakning

Marknadsövervakningen inom Nasdaq OMX Nordic ska verka för och höja marknadens förtroende för börserna och är organiserad utifrån de krav som ställs i licensen från Finansinspektionen med två huvudsakliga arbetsområden: Att övervaka handeln och de noterade bolagen samt ansvara för notering av aktier och andra finansiella instrument. Övervakningsansvaret är därmed breddare än på elmarknaderna.

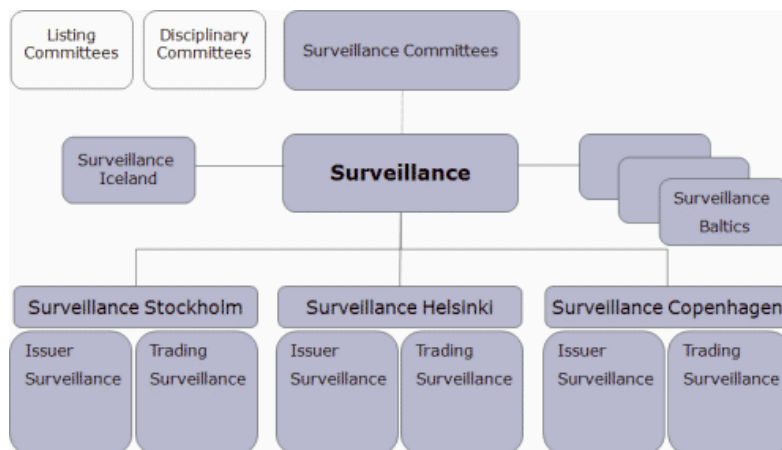
Arbetsuppgifterna för övervakningsfunktionen består av bl.a. följande:

- övervaka att aktörerna följer gällande regler och lagar
- vidta åtgärder i samband med regelbrott för att säkerställa en rättvis marknad
- ansvara för den formella processen i samband med notering av finansiella instrument
- vid notering av nya instrument, vidta vissa specifika åtgärder (lämna råd till bolagen, granska och bedöma noteringshandlingar, ansvara för börsernas bolagskommittéer, utveckla noteringskraven för de olika instrumenten m.m.)
- bedriva utbildning rörande börsernas regler
- erbjuda kvalificerad service åt emittenter, medlemmar och rådgivare genom en hög grad av expertis och ständig tillgänglighet
- i samarbete med juristavdelningen utveckla regelverket för emittenter
- i samarbete med handelsövervakningsfunktionerna inom Norex-börserna och andra NASDAQ OMX-enheter utveckla regler för handeln och börsernas medlemmar.

Liksom på andra marknadsplatser, finns det ett intressekonflikt inbyggt i börsernas verksamhet. Å ena sidan är NASDAQ OMX ett vinstdrivande bolag vars resultat drivs av antalet medlemmar och handlade volymer. Samtidigt övervakar börserna sina medlemmar och de noterade bolagen. Börserna försöker hantera denna intressekonflikt delvis genom den interna organisationsstrukturen. Marknadsövervakningsenheten är en oberoende enhet inom NASDAQ OMX organisation med en skild organisation, egna rapporteringsvägar m.m. Det andra sättet är involvering av

oberoende parter i kommittéer (se bilden nedan). Kraven på oberoende granskning är därmed större än på elmarknaderna.

Bild 6.1 Nasdaq OMX Nordic organisation för marknadsövervakning



Källa: NASDAQ OMX Nordic

Övervakningen av handeln ("Trading Surveillance") formar en nordisk organisation med personal i samtliga nordiska länder där handel drivs. Principerna för arbetet styrs av EU-lagstiftningen, framför allt MAD- och MiFID-direktiven. Marknadsövervakningens arbetsmetoder och regelverk mellan de nordiska NASDAQ OMX marknaderna är harmoniserade sedan flera år tillbaka. Realtidsövervakningen för de nordiska länderna sköts centralt i Stockholm, men enstaka fall undersöks av de lokala marknadsövervakningsenheterna. Övervakningen av emittenter ("Issuer Surveillance") är organiserad i separata enheter i respektive land.

Övervakningen av handeln är teknikdriven och börsen ska för respektive marknad eller finansiellt instrument definiera lämpliga gränsvärden för vad som är att anses som avvikande handelsmönster. Enligt regelverket har marknadsövervakningen för en reglerad marknadsplats skyldighet att anmäla misstanke om insiderhandel eller marknadsmanipulation till den nationella myndigheten för finanstillsyn, dvs. Finansinspektionen i Sverige. Den allmänna uppfattningen är att dessa anmälningar sällan leder till fällande domar, framför allt på grund av de höga krav som ställs på bevisningen.

Om marknadsövervakningen misstänker ett noterat bolag eller en börsmedlem för överträdelse av börsens regelverk, rapporteras misstanken till disciplinnämnden ("Disciplinary Committee"). Enligt Finansinspektionens föreskrifter om verksamhet på marknadsplatser, ska disciplinnämnden ta upp disciplinärenden till prövning efter att en ansökan har lämnats av börsen eller av en emittent eller en börsmedlem när det gäller bl.a. det egna kontraktsförhållandet. Det är styrelsen i en börs som utser ledamöterna i en disciplinnämnd efter att Finansinspektionen givits tillfälle att yttra sig över föreslagna ledamöter. Disciplinnämnden ska vid sin prövning av ärenden bestå av minst fem ledamöter. Av dessa ska ordföranden vara lagfaren och

ha erfarenhet som domare. Minst två ledamöter ska vara väl insatta i förhållandena på värdepappersmarknaden.

Disciplinnämnden ska, innan den meddelar en disciplinåtgärd, inhämta ett yttrande från Finansinspektionen om ärendet gäller en deltagare som står under myndighetens tillsyn. Disciplinnämnden får även i övrigt när det finns skäl till det inhämta ytterligare utredning. Disciplinnämnden kan utfärda sanktioner mot noterade bolag såsom varningar, böter eller avnotering av ett bolag. Böterna kan variera från 1-15 gånger den årliga börsavgiften. Sanktionerna mot medlemmar inkluderar varningar, böter, uteslutning eller återkallelse av mäklarlicens. Under 2009-2011 beslutade disciplinnämnden i Stockholm i tre (2009), sex (2010) respektive sju ärenden (2011). I de fall då överträdelsen mot regelverket inte ansetts tillräckligt allvarlig för att resultera i formella sanktioner, kan marknadsövervakningsavdelningen utge ett kritiskt uttalande normalt i anonym form. Detta skedde under 2009-2011 i 21 (2009), 61 (2010) respektive 36 fall (2011).

Bolagskommittéen ("Listing Committee") är ett annat organ, också med oberoende ledamöter. Bolagskommittéen fattar beslut om ett bolags notering och är formellt ett utskott till NASDAQ OMX Stockholms styrelse. Fyra av sju ledamöter är externa och oberoende parter. Bolagskommitténs ledamöter ska ha goda insikter i de villkor som gäller på värdepappersmarknaden för börsbolag. Kommitténs beslutsunderlag utgörs av börsrevisorns rapport och bolagets prospekt.

Det finns även en övervakningskommitté (Surveillance Committee) i NASDAQ OMX Nordic i Stockholm och Helsingfors som granskar hur börserna hanterar frågor rörande notering och marknadsövervakning. Övervakningskommitténs arbete syftar till att undvika intressekonflikter mellan börsens affärsverksamhet och övervakningsuppgifter. En övervakningskommitté består av fem ledamöter som utses av börsens styrelse. Tre av dessa är oberoende av NASDAQ OMX alternativt kvalificerade ägare till NASDAQ OMX, dvs. ägare som direkt eller indirekt har 10 % eller mer av rösterna i bolaget. Ordföranden ska utses bland de oberoende ledamöterna. Alla ledamöter ska ha god erfarenhet av värdepappersmarknaderna där börsen är verksam. Kommittéen rapporterar till börsens styrelse.

6.1.2 Utmaningen på den europeiska aktiemarknaden

MiFID-regleringen som introducerades 2007 sänkte inträdesbarriärerna och den europeiska aktiemarknaden har sedan dess utvecklats från lokala nationella monopoler till konkurrensutsatta gränsöverskridande marknader. Det finns tre kategorier av handelsplatser: reglerade marknader (regulated markets), multilaterala handelsplattformar (multilateral trading facilities) och handel via mäklare (broker acting as a systematic internalizer). Som en följd av MiFID har antalet handelsplatser ökat kraftigt och aktiemarknaderna blivit mer fragmenterade.

Innan MiFID, hade marknadsövervakningsavdelningen på respektive nationell marknad en heltäckande bild av order- och transaktionsflöden för de aktier som var noterade på börsen. På grund av marknadsfragmenteringen, kan handel idag ske på flera handelsplatser samtidigt. Marknadsplatsernas övervakningsansvar avser dock enbart den egna marknadsplatsen utan mandat eller möjligheter till marknadsövervakning på en europeisk nivå.

Översyn av tillsynsmyndigheterna är även den begränsad idag. I och med att tillsynsmyndigheterna är nationella, är även deras mandat nationellt. Informationsutbyte mellan tillsynsmyndigheter sker enbart i begränsad omfattning och det är marknadsuppfattning att de inte lyckats svara till kraven från den snabbväxande och alltmer automatiserade finansmarknaden³². Tillsynsmyndigheterna har tillgång till ett transaktionsrapporteringsystem, (Transaction Reporting Exchange Mechanism, TREM), som introducerades med MiFID dit alla genomförda transaktioner rapporteras. Systemet ger en blick över handeln i slutet av varje handelsdag, men detta återspeglar inte nödvändigtvis händelser som inträffat i realtid under dagen. Systemet saknar också information om orderflöden.

MiFID II förväntas hantera frågan om realtidsövervakning på en europeisk nivå i mer detalj, men samtidigt har förslaget innehållit enbart krav på samarbete och informationsutbyte mellan marknadsplatserna. För att komma åt realtidsproblematiken har två andra alternativ diskuterats. Det ena är etablering av en tillsynsmyndighet på europeisk nivå, motsvarande FINRA i USA.

FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), är den största oberoende tillsynsmyndigheten för alla värdepappersföretag som bedriver verksamhet i USA som övervakar ca 4,300 mäklarfirmer, 161,300 platser där affärsverksamhet drivs och ca 630,000 registrerade branschrepresentanter. FINRA har utvecklat sin cross-market surveillance och kan i realtid undersöka handelsaktivitet på alla marknader samtidigt, istället för att kartlägga handelsmönster på varje marknad för sig. I dag täcks 80 % av handeln i USA av denna övervakning.

Det andra alternativet är att lägga ansvaret för marknadsövervakningen på primärmarknaden, dvs. den marknadsplatsen där aktien är noterad. Enligt förslaget skulle de övriga marknadsplatser som handlar med aktien lägga över ansvaret för realtidsövervakningen till primärmarknaden. Regelverket skulle däremot behöva anpassas för att t.ex. möjliggöra informationsutbyte mellan marknadsplatserna samt begränsa användningsområden för denna information till marknadsövervakningen på respektive handelsplats³³.

32 Annika vonHaartman, marknadsövervakningschef på NASDAQ OMX Nordics i artikeln: "Preventing market abuse: Can market surveillance really improve amidst fragmentation and low-cost competition?". Publicerad i Journal of securities operations and custody, vol 4; issue 3 (2012).

33 NASDAQ OMX position paper – review of Market Abuse Directive (MAD) från januari 2012 och Annika von Haartman i EU parlamentet den 24 januari 2012.

Tekniskt är cross-market surveillance möjligt att tillämpa också i Europa redan idag. T.ex. NASDAQ OMX system för marknadsövervakning, SMARTS, kan samla in och analysera data från flera handelsplatser samtidigt och ge en konsoliderad bild av marknaden. SMARTS Integrity Platform används redan på Nasdaq OMX Commodities och kommer även att implementerats av ACER³⁴ för parallell övervakning av både den fysiska och finansiella elhandeln i Europa under REMIT-regleringen. De nationella tillsynsmyndigheterna kommer att ha möjlighet att teckna en användarlicens till datasystemet.

6.2 Europeiska elmarknader

6.2.1 EPEX SPOT

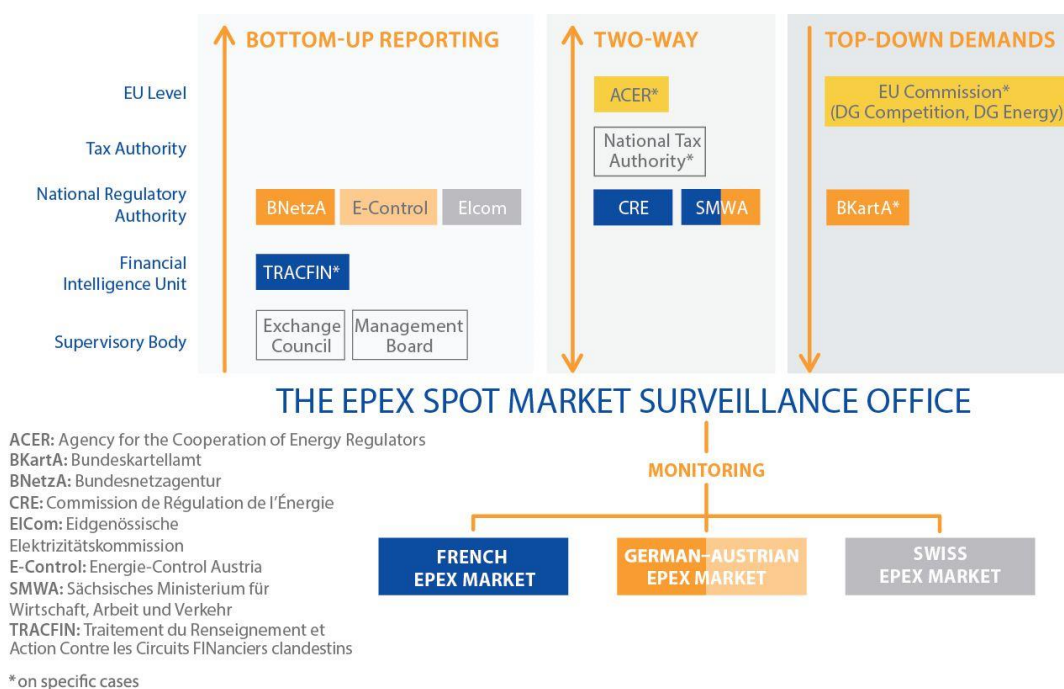
Elhandeln på EPEX SPOT omfattar Frankrike, Tyskland, Österrike och Schweiz. EPEX Spot har sitt säte i Paris och skapades 2008 genom sammanslagningen av spotmarknaderna på elbörserna Powernext SA (50%) i Frankrike och EEX AG (50%) i Tyskland. Handelsvolymen på EPEX SPOT under 2012 var 321 TWh, något mindre än på Nord Pool Spot där 334 TWh handlades på Elspot i Norden³⁵.

Strukturen och uppgifterna för marknadsövervakningen på EPEX SPOT är liknande den nordiska. Enheten arbetar oberoende av handeln och övervakar att elbörsens regler och uppförandekod följs. Om misstanke om överträdelse uppstår, undersöker marknadsövervakningsenheten ärendet och har rätt i samband med detta begära information från transaktionsparterna och börsmedlemmar. EPEX SPOT kan därefter besluta om påföljder i ärendet. Marknadsövervakningen rapporterar också till tillsynsmyndigheter i respektive land. Rapporteringsstrukturen är relativt lik den nordiska motsvarigheten och illustreras i bilden nedan.

³⁴ NASDAQ OMX Commodities, pressmeddelande 22 januari 2013.

³⁵ Det auktionerades även 94.8 TWh på N2EX i Storbritannien.

Bild 6.2 EPEX SPOT, rapporteringsvägar för marknadsövervakning



Källa: EPEX SPOT

6.2.2 EEX

EEX (The European Energy Exchange) har sitt säte i Leipzig och driver handel med elderivat i Tyskland och Frankrike genom dotterbolaget EEX Power Derivatives Clearing görs av dotterbolaget ECC (European Commodity Clearing) sedan 2006, som är i ledande marknadsposition för energirelaterade produkter med samarbete med flera börser i Europa³⁶.

Som på spotmarknaden, liknar marknadsövervakningens struktur och uppgifterna på EEX den nordiska. Detta är naturligt med tanke på MiFID-regleringen som gäller på alla finansiella marknader i Europa. Även rapporteringsvägar till tillsynsmyndigheter är liknande. Skillnader finns däremot i marknadsrapporteringen från marknadsövervakningsenheten. På EEX är den regelbundna kvartalsvisa rapporteringen fokuserad på sammanfattning av marknadshändelser och lite information ges ut kring misstänkta marknadsöverträdelser.

Det EPEX SPOT och EEX har arbetat med sedan lanseringen 2009 är utveckling en plattform för marknadsinformation som svar till ökande kraven på transparens, s.k. "Transparency in Energy Markets"³⁷ där fundamental data publiceras, såsom installerad kapacitet, planerad och förväntad produktion, faktisk produktion m.m per kraftslag. Den etablerades av de tyska systemansvariga (50Hertz Transmission

³⁶ APX-ENDEX, CEGH Gas Exchange of Vienna Stock Exchange, European Energy Exchange AG, EPEX SPOT SE, HUPX Ltd. och Powernext SA.

³⁷ <http://www.transparency.eex.com>

GmbH, Amprion GmbH, EnBW Transportnetze AG och TenneT TSO GmbH) och inkluderar idag även data från Österrike och Tjeckien samt information utöver den lagstadgade publikationsskyldigheten (se tabellen nedan). Data från den franska marknaden finns aggregerad på en hemsida³⁸, men är inte integrerad till EEX informationsplattformen.

Tabell 6.1 Informationstäckning på "Transparency in Energy Markets" 2012

	<i>Germany</i>	<i>Austria</i>	<i>Czech Republic</i>
Total number of reporting companies	35 (2011: 30)	11 (2011: 11)	1 (2011: 0)
Degree of coverage for the statutory publications*	97.2 % (2011: 93.5 %)	100.0 % (2011: 100 %)	-
Degree of coverage for the voluntary publications*	40.8 % (2011: 42.5 %)	68.9 % (2011: 71.1 %)	61.3 % (2011: 0 %)
Number of reporting power plants	141 (2011: 125)	132 (2011: 131)	21 (2011: 0)

Källa: EEX, Pressmeddelande 22 januari 2013

6.3 Amerikanska elmarknader

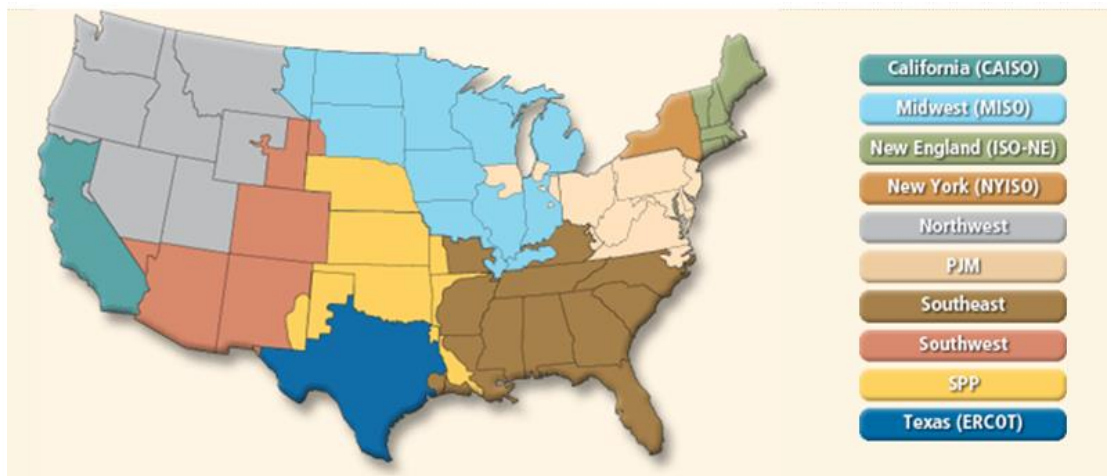
6.3.1 Övervakning av fysiska elmarknader

I USA faller tillsynsansvaret för de fysiska marknadsplatserna under den federala energiregleringsmyndigheten FERC (Federal Energy Regulatory Commission). FERC utfärdade i december 1999 regleringen som etablerade s.k. Regional Transmission Organizations – RTOs³⁹ (se bilden nedan).

Bild 6.3 Elmarknader i USA

³⁸ http://clients.rte-france.com/lang/an/visiteurs/vie/tableau_de_bord.jsp

³⁹ FERC Order No. 2000



Källa: FERC

I förordningen ingick också ett krav på marknadsplatserna organiserade av ISO/RTOs att upprättande av en oberoende utomstående marknadsövervakning i varje region med ett flerårigt kontrakt med marknadsplatsen. Kontrakten kan endast brytas med godkännande av FERC.

Marknadsövervakningen (Market Monitoring Units) har också mer omfattande uppgifter i USA än i Norden/Europa. De ska övervaka utöver marknadsaktörer och potentiellt konkurrensbegränsande beteende även effektiviteten i marknadsregler och tariffbestämmelser, samt genomföra omfattande marknadsanalyser som anses av stort betydelse för politiskt beslutsfattande. Följande uppgifter för Market Monitoring Units (MMUs) specificeras av FERC⁴⁰:

1. För att bidra till förbättrad konkurrenssituation ska MMUs på ISO/RTOs:

- Identifiera ineffektiva marknadsregler och tariffbestämmelser och föreslå ändringar till de regelverk som gynnar konkurrens och effektivitet på grossistmarknader.
- Undersöka och rapportera kring grossistmarknadens förmåga att generera kundnytta.
- Stödja ISO/RTOs i förvaltningen av tariffbestämmelser.
- Identifiera fall där överträdelser från regelverk kan ha uppstått/behöver utredas och informera FERC om dessa.

2. MMU ska ha tillgång till data och andra resurser nödvändigt för att utvärdera marknadsaktörernas beteenden och responser till existerande och föreslagna regelverk och tariffbestämmelser, inklusive deras marknadseffekter

⁴⁰ FERC, Policy Statement on Market Monitoring Units, Docket No. PL05-1-000, May 27 2005

och begränsningar. Detta arbete ska göras på ett konsekvent och opartiskt sätt.

3. Designfel i marknadsstrukturen kan leda till ineffektivitet som kan ta en längre tid att upptäcka. Därför ska MMUs ge ISO/RTOs sin syn på utvecklingen av marknadernas regelverk och tariffbestämmelser och arbeta proaktivt med att identifiera brister i Market Design.
4. MMU ska noggrant följa marknadsaktörernas beteende på marknadsplatsen för att säkerställa att de förstår och följer rådande regelverket och tariffbestämmelserna.
5. MMU ska identifiera misstänka fall av regelöverträdelser eller fall som behöver utredas vidare. Ärendet ska därefter överlämnas till FERC för vidare utredning. Marknadsplatsen får inte utfärda sanktioner eller andra konsekvenser till marknadsaktörer utan FERC ansvarar för dessa beslut.
6. MMU ska övervaka och regelbundet rapportera om prestanda och struktur av elmarknaden inom ISO/RTO-regionen utifrån ett kundperspektiv. En fördjupad marknadsanalys bör omfatta en utvärdering av marknadspriser och bedömning av hur väl dessa återspeglar ett konkurrenskraftigt marknadsutfall där marknadsmanipulation inte uppstår. MMU har också för uppgift att genomföra en analys av den strukturella konkurrenskraften på grossistmarknaden i fråga och föreslå åtgärder som minskar potentiell marknadsinflytande. MMU ska även utvärdera marknadernas effektivitet i signalering av investeringsbehovet i infrastrukturen för produktion, transmission och efterfrågefleksibilitet. I samband med detta ska MMU identifiera potentiella hinder som kan minska marknadens förmåga att tillhandahålla nödvändiga investeringar. MMU ska arbeta med dessa frågor proaktivt och vid behov föreslå ändringar till ISO/RTOs.

Detta innebär att utöver att övervaka marknaden har MMUs i USA till uppgift att utvärdera marknadens design, funktionssätt och föreslå ändringar i marknadsregler m.m. samt rekommendera åtgärder till regleringsmyndigheter. Marknadsövervakningen på marknadsplatser saknar däremot mandat för genomförande av utredningar vid överträdelser. Övervakningsenheter anmäler misstänkta fall till FERC, som har utredningsansvaret och mandatet att utfärda sanktioner vid behov. Vi betraktar nedan två oberoende utomstående marknadsövervakningsenheter för att se hur de arbetar inom denna förordning.

6.3.2 PJM

Kravet som ställs av FERC är att marknadsövervakningsenheten ska vara utomstående och oberoende till marknadsplatsen. PJM hade initialt en intern oberoende marknadsövervakningsenhet som 2008 separerades från organisationen efter en

konflikt om hur oberoende marknadsövervakningen var gentemot PJM. Detta ledde till att FERC ställde krav på PJM att separera ut marknadsövervakningen. Därmed tillhör PJMs övervakning de mest oberoende bland ISO/RTOs.

PJMs marknadsövervakning är också en av de största och mest utvecklade marknadsövervakningsenheterna på den amerikanska elmarknaden. PJMs marknadsövervakning genomförs idag av Monitoring Analytics med en organisation bestående av 30 anställda. Den årliga budgeten för verksamheten är ca 10 miljoner dollar. Budgeten revideras och godkänns årligen av PJMs finansiella kommitté och granskas av FERC.

Som nämnt ovan, är kraven på marknadsövervakningens oberoende väsentligt annorlunda i USA jämfört med i Norden. För PJM-marknaden har marknadsövervakningen också väsentligt större uppgifter. Monitoring Analytics delar sina arbets- och rapporteringsområden under fyra olika kategorier:

- Övervaka regelverken, standarder, förfaranden och praxis för PJM.
- Övervaka faktiska och potentiella fel i konstruktionen av regelverken, standarder, förfaranden och praxis för PJM.
- Övervaka strukturella problem/market design på PJM som kan hindra marknaden från att vara en robust och konkurrensutsatt marknad och föreslå förbättringar i marknadsdesignen för att förbättra konkurrensen.
- Övervaka potentialen hos marknadsaktörerna att utöva otillbörlig marknadsmakt och identifiera icke-konkurrensmässigt beteende.

Monitoring Analytics har tillgång till all handelsdata från PJM men även data gällande t.ex. relaterade marknader och bränslepriser. Det dagliga analysarbetet består av betraktandet av prisnivåer, analys av nettointäkter, skillnader mellan kostnads- och prisbaserade order m.m. Monitoring Analytics samlar även data på eget initiativ angående t.ex. marginalkostnader för produktionsenheter samt information om deras ägandeförhållande för att modellera marknadsinflytande. Vad gäller utvärderingen av marknadens funktionssätt sker det på PJM enligt det s.k. Structure-Conduct-Performance paradigmet, dvs. man analyserar marknadens struktur, beteendet hos aktörerna och utfallet i marknaden.

Utöver omfattningen av analysarbete har PJM också en betydligt mer långtgående roll vad gäller rapportering än de europeiska marknadsövervakningsenheterna. PJM publicerar mycket omfattande marknadsrapporter kvartalsvis och årligen, men rapporterar även till FERC samt till grupper av marknadsaktörer vid förfrågningar.

6.3.3 Andra marknadsplatser

Även om det finns gemensamma grundläggande krav på marknadsövervakningen, fungerar den något olika på de olika marknadsplatserna i USA och strukturen varierar. Ett antal marknadsplatser har anlitat specialiserade konsultbolag för marknadsövervakningen. Ett sådant bolag är Potomac Economics som ansvarar för marknadsövervakningen på Texas (ERCOT), Midwest (MISO) och New York (NYISO). Företaget stödjer även den interna marknadsövervakningsenheten på New England (ISO-NE) och förser marknadsövervakningen på California (CAISO) med sin mjukvara.

Potomac Economics arbetar under samma federala ramverk som Monitoring Analytics och definierar sina arbets- och rapporteringsområden som följande:

- Utvärdera marknadens funktionssätt.
- Övervaka marknadsaktörerna för att upptäcka beteenden som kompromissar marknadens effektivitet eller snedvrider dess utfall.
- Övervaka marknadsplatsens arbetssätt och regelverk för att upptäcka felaktigheter som kompromissar marknadens effektivitet och snedvrider dess utfall.
- Rapportera årligen (i vissa fall kvartalsvis) kring marknadens effektivitet och konkurrenssituation. Övrig rapportering sker vid behov och fokuserar på specifika marknadshändelser eller särskilda marknadsfrågor.

Även om flera arbetsområden till beskrivningen ovan liknar PJMs verksamhet, är analyserna och rapporteringens omfattning mer begränsad. I jämförelse med europeiska marknadsövervakningsenheter är den dock mycket omfattande och täcker förutom den löpande marknadsövervakningen även analyser om marknadsstrukturen och marknadsplatsernas regelverk och funktionssätt – dimensioner som inte täcks av den europeiska eller nordiska modellen för elmarknadsövervakningen.

Det finns framför allt tre dimensioner som lyfts fram i policyförslaget och som är baserade på modellen för marknadsövervakning på de amerikanska elmarknaderna. Den ena är oberoendet och dess betydelse för marknadsövervakningen, den andra utvidgandet av arbetsområdena för att täcka regelverken och marknadernas funktionssätt och den tredje mer omfattande marknadsrapportering.

6.3.4 Finansiella elmarknader: CFTC

Som nämnt ovan, är övervakningen och rapporteringen kring de fysiska och finansiella elmarknaderna åtskilda även i USA. Den finansiella handeln faller inte under

FERCs ansvarsområde, utan regleras av Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Denna är en regleringsmyndighet med mandat att reglera termins- och optionsmarknader för råvarurelaterade produkter. CFTCs uppgift är att skydda marknadsaktörer mot bedrägerier, marknadsmissbruk och manipulation i samband med derivathandeln.

CFTC har ett eget marknadsövervakningsprogram⁴¹, som syftar till att identifiera situationer som kan potentiellt utgöra en risk för marknadsmanipulation och vidta lämpliga förebyggande åtgärder. Marknadsövervakningsenheten på CFTC övervakar marknaden kontinuerligt, t.ex. de stora marknadsaktörernas agerande, prisutveckling och utbud- och efterfrågepåverkande faktorer i handeln för att upptäcka potentiella problem.

CFTCs marknadsövervakningsprogram använder flera informationskällor i sitt arbete. En del av informationen är offentlig, såsom data om totala utbudet, efterfrågan och försäljningen av den underliggande råvaran, priser för finansiella produkter, handelsvolymen m.m. En del av informationen som CFTC har tillgång till är strikt konfidentiell, såsom data från handelsplatser, mellanhänder och stora handlare. Börser rapporterar dagligen alla positioner och transaktioner av varje clearingmedlem till CFTC. Uppgifterna överförs elektroniskt påföljande dag. Baserat på uppgifterna går det att identifiera de företag som genomfört de största transaktionerna eller behåller en stark position på en viss marknad. CFTC utvärderar enskilda handlarnas aktiviteter, potentiell marknadsmakt och upprätthåller gränsvärden för spekulativa positioner genom rapporteringssystemet LTRS (Large Trader Reporting System) som är rapporteringssystemet för dessa marknadsaktörer.

Sammanfattat kan konstateras att myndighetsövervakningen samt rapporteringskraven för marknadsaktörer på den finansiella råvarumarknaden i USA är mer omfattande än motsvarande krav i Norden/Europa. Dock förväntas rapporteringskraven öka med implementeringen av REMIT- och MiFID II-regleringar.

⁴¹ <http://www.cftc.gov/IndustryOversight/MarketSurveillance/CFTCMarketSurveillanceProgram/index.htm>

7 Policyförslaget

Marknadsövervakningen på elmarknaden kommer att förändras kraftigt i och med att REMIT träder i kraft. Rapporteringsskyldigheten från marknadens aktörer kommer att öka kraftigt och myndigheternas ansvar utvidgas väsentligt. I vårt policyförslag relaterar vi därmed inte direkt till den nuvarande situationen, eftersom stora förändringar ändå kommer att ske.

Inledningsvis konstaterade vi att även om det inte finns några klara bevis för ett systematiskt och omfattande utövande av marknadsmakt på den nordiska elmarknaden, eller en omfattande manipulation av marknaden, så är elmarknader generellt sett mycket känsliga för utövande av marknadsmakt. Den nordiska marknaden är i vissa avseenden mindre känslig, till följd av sammansättningen av produktionen i Norden. Det finns betydande inslag av produktionsteknologier med låga marginalkostnader. Kärnkraft och vindkraft är dessutom svårreglerade, vilket begränsar möjligheten att använda dessa för att utöva marknadsmakt. Det nordiska systemet är oftast inte effektbegränsat, vilket också bidrar till att begränsa möjligheterna att utöva marknadsmakt. Samtidigt är marknaden svårövervakad. Det är svårt för en utomstående part att ifrågasätta disponeringen av vattenkraften, särskilt över säsonger. Det finns också stora möjligheter att låta kärnkraftsreaktorer stå still utan att detta kan ifrågasättas, men samtidigt innebär det stora kostnader för produktionsbortfall. Sammantaget innebär detta att vi ser att det är motiverat med en stark marknadsövervakning för att motverka marknadsmakt och manipulation. Det finns dock också skäl till att även granska och övervaka marknadsplatsernas, särskilt Nord Pool Spot, funktionssätt, marknadsdesign och beslut. Marknadsdesignen är nämligen av stor betydelse för marknadens funktionssätt. Slutligen är förtroende viktigt för marknadens funktionssätt. Transparens och en väl utvecklad rapportering är därför också av stor betydelse.

För den nordiska elmarknaden innebär REMIT att myndigheterna i respektive land kommer att bygga upp marknadsövervakningsfunktioner, vilket kommer att vara resurskrävande. Den löpande övervakningen av marknaden kommer i och för sig att hantaras av ACER, men ändå kvarstår att regleringsmyndigheterna bygger upp parallella resurser. Marknadsplatserna kommer samtidigt att ha kvar sina övervakningsfunktioner. Vi ifrågasätter om detta är en effektiv utnyttjande av resurserna.

En kritik som framförts under detta arbete är att marknadsplatsernas marknadsövervakning inte "övervakar" själva marknadsplatsernas funktion och agerande. Kritik har också framförts att marknadsplatsernas egen marknadsövervakning är relativt tam vad gäller sanktioner. Förvisso är det säkerligen korrekt att de överträdelserna oftast är små och har begränsad eller ingen effekt, samtidigt kan sanktioner ha en preventiv effekt.

De övervakande myndigheterna kommer inte löpande att ha tillgång till marknadsplatsernas data, dvs. de kommer inte att vara direkt uppkopplade mot marknadsplatsernas system.

I dagsläget finns inte heller en koordinering av marknadsövervakningen mellan den fysiska och finansiella marknaden.

Vi ser att det finns skäl för en närmare koordinering mellan i första hand de nordiska regleringsmyndigheterna vad gäller marknadsövervakningen av elmarknaden. Organisatoriskt finns flera olika möjligheter. Ett alternativ är att de nordiska myndigheterna sätter upp en gemensam "samägd" organisation. Ett annat alternativ är en upphandling av funktionen på entreprenad, liknande den lösning som används på en del amerikanska marknader. Om det senare alternativet skulle väljas är det i så fall centralt att den utförande organisationen inte får ha andra affärsmässiga relationer till de övervakande parterna.

Vi menar också att det finns en fördel att marknadsövervakningen är oberoende av marknadsplatserna, eftersom detta minskar risken för (eller misstankar om) sammanblandning mellan marknadsplatsernas affärsmässiga intressen och övervakningen. En extern marknadsövervakning skulle också kunna koordineras/skötas gemensamt mellan de fysiska och finansiella marknadsplatserna.

Ett möjligt alternativ är att marknadsövervakningen från myndigheternas sida och marknadsövervakningen från marknadsplatsernas sida samordnas i en oberoende enhet. Myndigheterna kommer förvisso att behöva ha kvar vissa utredande funktioner i händelse av överträdelser, men i övrigt skulle resurser för marknadsövervakning kunna allokeras till en oberoende marknadsövervakningsfunktion.

Vi tror också att det är en fördel om marknadsövervakningen sker i realtid. För spotmarknaden (Day-ahead) är fördelen att justeringar eller stopp av bud kan ske innan marknadsklareringen, dvs. att eventuella fel inte hinner få återverkan på marknaden. På intradagmarknaden sker en kontinuerlig handel, vilket gör det argumentet potentiellt ännu starkare. Detta innebär att marknadsövervakningen behöver ha kontinuerlig tillgång till de större marknadsplatsernas data. Detta är endast möjligt för den elektroniska handeln, medan övriga handel skulle få rapporteras in i efterhand.

En oberoende marknadsövervakningsfunktion kan också ha i uppgift att granska regelverk och marknadsplatsernas funktionssätt. Vi bedömer inte att det är nödvändigt att ha en lika omfattande analys av detta som på vissa av de amerikanska marknaderna, pga. att dessa marknader generellt sett har en mer komplicerad design. Vid identifierade brister, som antingen framkommit genom marknadsövervakningens kontinuerliga granskning eller som påtalats av marknadsaktörer, kan den oberoende marknadsövervakningsfunktionen föreslå förändringar.

Slutligen tror vi att det finns vinster med en mer omfattande rapportering, jämfört med dagens rapportering från marknadsplatsernas egna övervakningsfunktioner. En årlig rapport som visar på marknadsfunktionssätt, identifierade briser, överträdelser m.m. skulle kunna fylla en sådan funktion.

Dagens marknadsövervakning finansieras av marknadsplatserna. Även framöver ser vi att det är lämpligt att marknadsaktörer finansierar övervakningen. Om marknadsövervakningsfunktionen även ska övervaka andra marknadsplatser är det dock inte rimligt att all finansiering sker via Nord Pool Spot och Nasdaq OMX Commodities. REMIT ger möjligheter för regleringsmyndigheterna att avgiftsfinansiera sin marknadsövervakning. En möjlighet är att finansieringen sker via avgifter som regleringsmyndigheterna lägger på de övervakade marknadsplatserna, eventuellt direkt på marknadsaktörer.

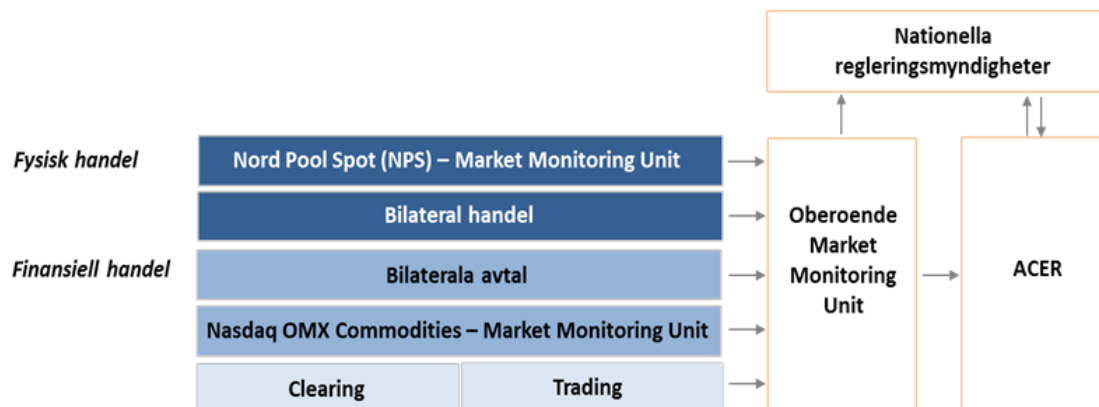
Mot bakgrund av detta föreslår vi följande modell:

- REMIT ger ansvariga myndigheter långtgående befogenheter och ansvar. Vi föreslår att de nationella myndigheterna begränsar uppbyggandet en organisation för marknadsövervakning internt på respektive nationell myndighet.
- De nordiska ansvariga myndigheterna samordnar sig kring en gemensam övervakningsfunktion, som antingen läggs som en gemensam nordisk organisation "samägd" av de nordiska myndigheterna eller upphandlas på entreprenad.
- Den gemensamma nordiska övervakningsfunktionen ska vara oberoende från såväl marknadsaktörer som marknadsplatserna som övervakas. I det fall funktionen upphandlas bör detta innebära att den utförande parten inte får ha andra affärsrelationer med marknadsaktörer eller marknadsplatserna.
- Den gemensamma nordiska övervakningsfunktionen ska ha direkt tillgång till marknadsplatsernas data.
- Den gemensamma nordiska övervakningsfunktionen ska omfatta både den fysiska och den finansiella handeln.
- I och med att den gemensamma nordiska övervakningsfunktionen har tillgång till data från marknadsplatserna kan den gemensamma funktionen ersätta marknadsplatsernas interna marknadsövervakning.

Direkttillgången till data bör begränsas till de större marknadsplatserna med elektronisk handel. Redan idag tillämpas denna modell på den nordiska aktiemarknaden där marknadsövervakningen sköts centralt från Stockholm, även om misstankarna utreds lokalt. På elmarknaden kan rapportering av transaktioner från

övriga marknadsplatser och bilateral handel också ske till den gemensamma övervakningsfunktionen. Det mest långtgående förslaget innebär en gemensam oberoende marknadsövervakningsfunktion som samordnas mellan marknadsplatserna för fysisk och finansiell handel, men dit även de nationella regleringsmyndigheternas löpande övervakning förläggs. Detta illustreras i bilden nedan.

Bild 7.1 Policyförslaget



Källa: Sweco

Den primära uppgiften hos den gemensamma oberoende övervakningsfunktionen är övervakning av regelöverträdelser och lagbrott. Överträdelse av marknadsplatsernas regelverk anmäls till respektive marknadsplats för eventuella sanktioner, medan lagöverträdelser anmäls till ansvariga myndigheter.

I tillägg till denna primära funktion föreslår vi att övervakningsfunktionen även ges mandat att granska och föreslå förändringar i marknadsplatsernas funktionssätt och regelverk efter identifierade brister, samt en mer omfattande rapporteringsskyldighet med syfte att bidra till marknads transparens.

I jämförelse med den befintliga marknadsövervakningsmodellen och den sannolika modellen efter REMIT-regleringen, innebär detta policyförslag att flera av de identifierade bristerna kan åtgärdas. Det skulle innebära en möjlighet till centraliserad marknadsövervakning över både fysisk och finansiell elhandel, där resurseffektiviteten förbättras och möjliggör en mer omfattande och koordinerad marknadsövervakning och rapportering. Utöver att marknadsövervakningen kan täcka hela marknaden, kan en oberoende granskning av marknadsplatsens funktion och börsens övervakningsfunktion införas. Marknadsövervakningen kan även vidga fokus till att täcka ett analytiskt angreppssätt till marknads utveckling i sin helhet. Detta är ett område som kan förväntas öka i betydelse vid högre grad av marknadsintegration med mellan de nordiska och kontinentala elmarknaderna.

Tabell 7.1 Policyförslagets områden

BRISTER I NULÄGET	ÅTGÄRDER MED REMIT (och MiFID översyn)	ÅTGÄRDER MED FÖRSLAGET

Myndighetsövervakning av marknaden är begränsad	Myndighetsövervakningen mer omfattande	Myndighetsövervakningen mer omfattande
Ingen oberoende granskning av marknadsplatsernas funktion		Möjlighet till oberoende granskning av marknadsplatsernas funktion
Ingen granskning av börsens övervakningsfunktion		Möjlighet till granskning av börsens övervakningsfunktion
Börsen övervakar sina medlemmar, inte hela marknaden	Kommer att täcka hela marknaden	Kommer att täcka hela marknaden
”Legala” överträdelsen fokus i övervakningen, inte funktionssättet/ej analytiskt		Möjlighet till utvidgat fokus som täcker även marknadsfunktionssätt
Rapporteringen begränsad (både marknadsplatsen och myndigheten)	Kommer att öka något	Möjlighet till mer omfattande marknadsrapportering
Ej sammanhållen övervakning av den finansiella / fysiska marknaden / avsaknad av återkoppling mellan marknaderna (rapporteringskrav på fysiska tillgångar)	Remit kommer att förbättra översyn över båda marknader men inte ta bort hela problematiken	Möjlighet till centraliserad marknadsövervakning över både fysisk och finansiell handel
Elhandelsbolagen ofta ett undantag från MiFID	MiFID översyn kommer att öka rapporteringskrav	Möjlighet till centraliserad marknadsövervakning över både fysisk och finansiell handel
	Kommer att innebära överlappande myndighetsövervakning i de nordiska länderna	Ett mer resurseffektivt alternativ

Källa: Sweco

8 Referenser

ACER, questions and answers on REMIT, 2011-12-20

Benth, F.E., A. Cartea och K. Rüdiger (2008), "Pricing forward contracts in power markets by the certainty equivalence principle: Explaining the sign of the market risk premium", *Journal of Banking & Finance*, 2008, v. 32, n. 10, pp. 2006-2021

Bye, T. (2007), "Functioning of the Nordic Power market. An overview and evaluation of studies and reports", rapport till Elmarknadsgruppen, Nordiska Ministerrådet, Oktober 2007

ECON-rapport nr. 2003-117, Övervakning av markedsnakt i kraftmarkedet, Utarbetet av ECON analyse for Konkurransetilsynet og NVE, <http://www.nve.no/PageFiles/3350/Fellesrapport%20om%20Markedsnakt%20ECO N.pdf>

Energimarknadsinspektionen, Wallinder Anders: REMIT – Regulation on Wholesale Energy Markets on Integrity and Transparency, presentation, 2012-11-08.

ERGEG Advice, Comitology Guidelines on Fundamental Electricity Data Transparency, Ref:E10-ENM-27-03, 7 December 2010.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

Europaparlamentets och rådets förordning (EG) Nr 713/2009 av den 13 juli 2009 om inrättande av en byrå för samarbete mellan energitillsynsmyndigheter

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1227/2011 av den 25 oktober 2011 om integritet och öppenhet på grossistmarknaderna för energi

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister

Europeiska kommissionen: Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv av den 20 oktober 2011 om marknader för finansiella instrument och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG, 2011/0298

Europeiska kommissionen: Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning av den 20 oktober 2011 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk), 2011/0295

Finansinspektionen: Den finansiella elmarknaden, rapport 2005:6, DNR 05-2584-601

Friodolfsson, S-E. och T. Tangerås (2009). "Market Power in the Nordic Electricity Wholesale Market: A Survey of the Empirical Evidence", *Energy Policy*, Vol. 37, No. 9, Sept. 2009

von Haartman, Annika (2012 a) "Preventing market abuse: Can market surveillance really improve amidst fragmentation and low-cost competition?", *Journal of Securities Operations and Custody*, Vol. 4, Issue 3

von Haartman, Annika (2012 b) "Hearing on the review of the Market Abuse Directive", *Hearing ang. Market Abuse Directive*, Bryssel, 2012-01-24

Konkurrensetilsynet, Årsrapport 2011

Konkurrensverket: Åtgärder för bättre konkurrens – förslag, Konkurrensverkets rapportserie 2009:4

Lagrådsremiss, Ingripande mot marknadsmissbruk vid handel med grossistenergiprodukter, överlämnad av regeringen till Lagrådet den 21 februari 2013

Monitoring Analytics: PJM state of the market reports 2010, 2011, 2012

NASDAQ OMX Commodities – 2011 review

NASDAQ OMX position paper – review of Market Abuse Directive (MAD), januari 2012

Nord Pool Spot Market Surveillance, Christian Giswold: REMIT – Regulation on wholesale energy markets on integrity and transparency, 8 november 2012

Norwegian Energy Regulator, Annual Report 2011

Report on regulation and the electricity market Norway, Norwegian Water Resources and Energy Directorate (NVE), 2009

Svensk Energi, Konsekvensanalys av förslag till ändring av MiFID, 16 november 2011,

Sweco, Peter Fritz och Christian Dahlström: Prisbildning på el på den nordiska marknaden

Unites states of America, Federal Energy Regulatory Commission, 18 CFR Part 35, Docket No. RM99-2-000; Order No. 2000, Regional Transmission Organizations, issued December 20, 1999

Unites states of America, Federal Energy Regulatory Commission, Policy Statement on Market Monitoring Units, Docket No. PL05-1-000, May 27 2005

Bilaga - ordlista

Central motpart (CCP) - En juridisk person som träder emellan motparterna i kontrakt som är föremål för handel på en eller flera finansmarknader och blir köpare till varje säljare och säljare till varje köpare.

CfD-kontrakt – På den nordiska elmarknaden avses med Contracts for Differences, kontrakt för säkring av prisskillnaden mellan systempriset och ett områdespris.

Clearing – Fastställande av positioner, inklusive beräkning av nettoskulder samt säkerställande av att finansiella instrument och/eller kontanter finns tillgängliga för att täcka de exponeringar som dessa positioner ger upphov till.

Compliance – Funktion i ett företag som har för uppgift att säkerställa att verksamheten drivs på ett korrekt sätt utifrån interna och externa krav och regelverk.

Cournotmodeller – Mikroekonomisk modell som undersöker utfallet (Nash-jämvikt) på en marknad där det finns få konkurrerande företag som alla bestämmer utbudet kvantitet simultant.

Cross-market surveillance – Tvärmarknadsövervakning. Marknadsövervakning som sträcker sig över marknadsgränser.

Finansiell elmarknad – Med finansiell elmarknad avses handel med elcertifikat, utsläppsrätter och derivat som har el som underliggande vara.

Fysisk elmarknad – Med fysisk elmarknad avses elhandel på råvaran el som sker på spotmarknaden för nästkommande dag, Elspot day-ahead, eller på intradagsmarknaden Elbas.

Herfindahl-Hirschman Index (HHI) – Ett mått som reflekterar marknadskoncentration genom att summera de kvadrerade marknadsandelarna. En monopolmarknad med 100 % marknadsandel har således HHI 10 000, medan HHI på en marknad med perfekt konkurrens går mot 0.

Insiderhandel – Handel baserad på insiderrinformation, dvs. marknadsrelevant information som inte har offentliggjorts och som, om den skulle offentliggöras, sannolikt skulle ha en väsentlig påverkan på priserna för dessa grossistenergi-produkter.

Market Conduct Rules – Regelverk hos marknadsplatserna som definierar principer för uppträdande på marknader. I Market Conduct Rules specificeras t.ex. förbud mot insiderhandel och marknadsmanipulation, regler för informationsutdelning till marknaden m.m. samt påföljder vid regelöverträdelser.

Market coupling – Sammankoppling av marknader, såsom den nordiska elmarknaden med kontinentala elmarknader med syfte av att leda till en mer effektiv handel och produktion, samt till en mer sammanhållen prisbild mellan marknader.

Market splitting – Marknadsdelning till prisområden på grund av flaskhalsar i överföringskapaciteten. Om systempriset resulterar i överföringar mellan områden som inte är möjliga delas marknaden upp och olika pris beräknas för de olika budområdena då flera prisområden uppstår.

Marknadsmanipulation – Otillbörlig marknadspåverkan, dvs. spridning av information eller utförande av en transaktion eller en handelsorder som ger falska eller vilseledande signaler till marknaden, eller försök till detta.

Marknadsövervakning – Market surveillance, en funktion som övervakar handeln i den fysiska och finansiella marknaden och efterlevanden av avtalsverken med syftet av att upptäcka potentiella regelöverträdelser och öka förtroende för marknadens funktionssätt.

Multilateral Trading Facility (MTF) – Multilateral handelsplattform, eller MTF-plattform, är ett multilateralt system som drivs av ett värdepappersföretag eller en marknadsplatsoperatör och som sammanför ett flertal köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man.

Organised Trading Facility (OTF) – En ny kategori av handelsplats som sammanför köp- och säljorder enligt MiFID II förslaget. Till skillnad från reglerade marknadsplatser och MTF:er kommer OTF:er att diskretionärt få bestämma hur en transaktion ska utföras. OTF:er kommer inte att få bedriva egenhandel (proprietary trading) med finansiella instrument inom ramen för OTF:en.

OTC-handel – "Over-the-counter" – handel, eller handel över disk är värdepappershandel som är osystematisk och oregelbunden och sker utanför marknadsplatser och -plattformar. Kontrakt på OTC-marknaden är bilaterala kontrakt där parterna bestämmer hur handeln av dess instrument eller tillgångar hanteras.

Pivotal supplier index – Ett mått som reflekterar marknadskoncentration på elmarknaden. Måtten anger hur stor andel av tiden marknaden är beroende av en enskild producent, eller en grupp av producenter, för att möta efterfrågan. Detta kan ge en indikation på möjligheten att utöva marknadsmakt.

Statement of breach – En redogörelse för regelöverträdelse.

Structure-Conduct-Performance" paradigmet – Ett analysverktyg som traditionellt använts i samband med analyser av marknader och konkurrensförhållanden. Utgångspunkten är marknadsstrukturen (structure), utifrån vilken företagens agerande (conduct) analyseras för att slutligen se på marknadsutfallet. Även sambanden i denna kedja betraktas.

Systematisk internhandlare - Ett värdepappersföretag som på ett organiserat, frekvent och systematiskt sätt handlar för egen räkning genom att utföra kundorder utanför en reglerad marknad eller en MTF-plattform.

Urgent Market Message – Marknadsmeddelande som en marknadsaktör måste utfärda på marknadsplatsen inom 60 minuter från dess att informationen kom marknadsaktören tillhanda med syfte av att jämna ut informationsasymmetrier i handeln.



Adress 103 85 Stockholm
Besöksadress Torsgatan 11
Telefon 08-700 16 00
Fax 08-24 55 43
konkurrensverket@kkv.se

www.konkurrensverket.se