

Debatt

debatt@dn.no

Mastodontens fall

Kraftspekulant Einar Aas var ikke utsatt for en «sort svane». Tvert imot var det som skjedde, ganske sannsynlig.

Kraftspekulanten Einar Aas fra Grimstad har gjennom flere år oppnådd eventyrlige resultater.

Den 14. september 2018 tapte han alt han hadde tjent - og vel så det. Ifølge mediene var tapet utrolige 1,4 milliarder kroner.

Folk flest - inkludert journalister og politikere, har begrenset kompetanse om derivatmarkeder - herunder derivatmarkedet for kraft, hvor Aas opererte. Følgelig er det fritt frem for mange synspunkter på hva som hadde skjedd.

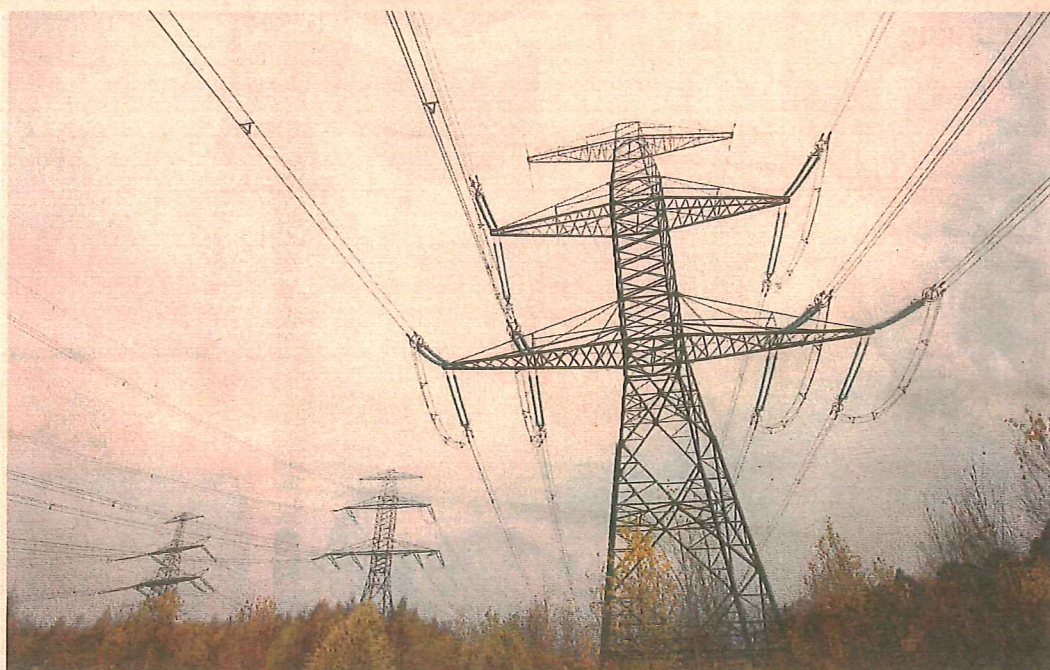
En populær historie dreier seg om en «sort svane», det vil si en særdeles usannsynlig begivenhet som ikke engang de mest avanserte matematiske modeller og de største datamaskiner klarer å fange opp. Vi er uenig i at det vi her har sett, var en «sort svane». Tvert imot mener vi at det som skjedde, var svært sannsynlig. Det merkelige er kanskje at det ikke har skjedd tidligere.

Aas gamblet på at prisforskjellen mellom Norden og Tyskland skulle bli mindre - at den høye prisen i Tyskland skulle bli lavere relativt til den lavere prisen i Norden. Han kjøpte derfor fremtidskontrakter for kraft i Norden (som han ville tjene på dersom prisen i Norden steg) og han solgte samtidig fremtidskontrakter for kraft i Tyskland (som han ville tjene på dersom prisen i Tyskland falt). En såkalt «spread». Hvilke fremtidskontrakter han satt i, nøyaktig når han inngikk kontraktene, og antallet kontrakter, har bare Nasdaq og Aas oversikt over. Men vi vet at antallet var ekstremt stort og at kontraktene forfalt de nærmeste månedene.

Hva skjer? En hel del av Aas' kontrakter forfalt sannsynligvis 4. kvartal 2018 (Q4 2018). Sommeren 2018 var det cirka 7.300 utestående Q4 2018 Norden-kontrakter. Dette tilsvarer over 16 TWh eller omtrent halvparten av Norges elforbruk i kvartalet. Det er grunn til å tro at en meget stor andel av disse sto på kontoen til Aas, kanskje i størrelsesorden 13 TWh.

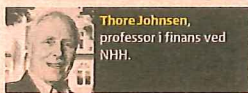
Hva skjedde så med omsetningen av Q4 2018 utover sommeren og høsten?

Svar: Omsetningen var særdeles tynn. Daglig ble det omsatt noen ganske få kontrakter, et ubetydelig antall målt opp mot det store antallet

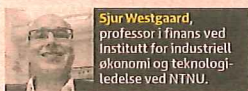


Einar Aas hadde malt seg inn i et hjørne, og Nasdaq hadde sittet og sett på, skriver kronikkforfatterne. Foto: Chr. Jørgensen/EUP Images

Innlegg
Thore Johnsen,
Sjur Westgaard
og Ole Gjøberg



Thore Johnsen,
professor i finans ved
NHH.



Sjur Westgaard,
professor i finans ved
Institutt for industriell
økonomi og teknologi-
ledelse ved NTNU.

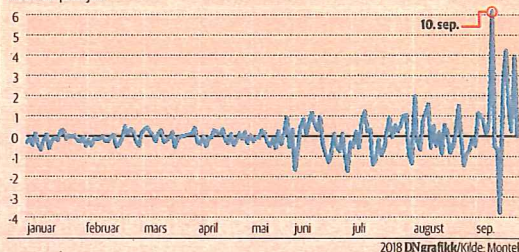


Ole Gjøberg, professor i
finans ved Handelshø-
skolen ved NMBU.

Økende uro etter mai 2018

Daglige endringer i prisforskjellen mellom Norden og Tyskland, det vil si tap/(gevinster) i euro per MWh for Einar Aas.

● Den 10. september ble det over seks euro per MWh. Det blir veldig mye, multiplisert opp med Aas' posisjon.



2018 DN Grafikk/Kilde: Montel

utestående kontrakter. Aas sitter altså med et fjell av kontrakter som det er veldig liten omsetning i. Fram til midten av juli gikk dette greit. Spreaden Tyskland-Norden krympet, og Aas tjente løpende penger som han kunne disponere. Deretter snudde det.

Fra august gikk trenden i en retning som innebar at Aas jevnlig måtte stille med nye margininnbetalinger for å dekke opp økende tap. I perioden 1. august - 31. august tilsvarer endringen i prisforskjellen et

netto marginkrav på cirka 1,00 euro per MWh (for Q4 2018-kontrakten) eller nær 120 millioner kroner for en tenkt posisjon på 13 TWh. Deretter ballet det på seg slik at prisforskjellen økte med cirka 4,75 euro per MWh i løpet av første uken av september. Dette ga et tap på hele 590 millioner kroner.

Mandag 10. september kom så den kraftige økningen i prisforskjellen på cirka seks euro per MWh som ga et ytterligere tap på 740 millioner kroner. Det teoretiske tapet siden begynnel-

sen av august var nå blitt anslagsvis hele 1,4 milliarder kroner. Det var «game over».

Var dette overraskende? Nei. Med så enorme posisjoner som Aas satt med, vil vi hevde at det bare var et tids-spørsmål før korthuset kunne ramle sammen, og særdeleshet i et tørrår når regnet kunne komme. Aas satt med kjempeposisjoner i et marked hvor likviditeten nærmest hadde forsvunnet, og hvor han ikke hadde mulighet til å hoppe av mens det fortsatt var mulig å overleve.

Aas hadde malt seg inn i et hjørne. Dette hadde Nasdaq sittet og sett på. I ettertid viser Nasdaq til at Aas ikke hadde større posisjoner enn det EU-regelverket tillater. En dårlig unnskylldning gitt den omsetningssvikten som man lenge hadde kunnet observere. Her burde det vært tatt affære tidligere.

Det er ikke overraskende at mastodontene dør ut når det bare er ett individ tilbake.

Thore Johnsen, professor i finans ved NHH, Sjur Westgaard, professor i finans ved Institutt for industriell økonomi og teknologiledelse ved NTNU, og Ole Gjøberg, professor i finans ved Handelshøyskolen ved NMBU