



Aan

Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en  
Innovatie

Postbus 20101  
2500 EC DEN HAAG

Datum	Uw kenmerk	Ons kenmerk	Bijlage(n)
<b>20 JUNI 2011</b>	EL&I/10160953	103658/10.B1273	1

Onderwerp

Rol van speculanten en hedge funds op TTF

Geachte heer V,

Hierbij ontvangt u de rapportage van bevindingen van de verkenning die de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en de Nederlandse Mededingingsautoriteit (NMa) de afgelopen maanden hebben uitgevoerd naar de mogelijke rol van speculanten en hedge funds bij de prijsvorming op de Title Transfer Facility (TTF). Deze verkenning is verricht in reactie op de vraag in uw brief van 2 november 2010. Daarin hebt u beide organisaties gevraagd of ze, gelet op hun toezichhoudende taak en signalen en geluiden uit de markt, redenen zagen om onderzoek te doen naar de rol van speculanten en hedge funds op de TTF. Aanleiding voor deze vraag waren zorgen bij een deel van de Eerste Kamer.

AFM en NMa hebben in reactie op uw vraag een gezamenlijke "quick scan" verricht naar een mogelijke rol van speculanten en hedge funds bij de prijsvorming op de TTF. Onze organisaties menen op basis van de al aanwezige kennis en de aanvullende informatie vergaard in de gesprekken over voldoende stevige inzichten in het functioneren van de TTF te beschikken om de door het Ministerie gestelde vraag naar behoren te kunnen beantwoorden. Op grond van de quick scan achten AFM en NMa het voorshands niet waarschijnlijk dat het gedrag van hedge funds en speculanten op TTF in het verleden heeft geleid tot hogere prijzen of prijsvorming met een onverklaarbaar verloop. Belangrijkste redenen daarvoor is dat speculanten en hedge funds niet in betekenende mate actief zijn op TTF, gezien het voornamelijk fysieke karakter van de handel op TTF.



Het kan echter niet worden uitgesloten dat zich in de toekomst wel handelstransacties zullen voordoen met het specifieke oogmerk de prijzen op een kunstmatig niveau te brengen en/of te houden, in het bijzonder als de handel op TTF een meer financieel karakter krijgt. Er zijn inmiddels nieuwe Europese regels in ontwikkeling voor de integriteit en transparantie van de energiemarkten. Naast de afschrikkende werking die van deze nieuwe regels zou kunnen uitgaan voor eventuele prijsmanipulerende gedragingen van marktspelers, zal op basis van die regels marktmisbruik door samenwerking tussen AFM en NMA naar verwachting doeltreffender kunnen worden bestreden.

Hoogachtend,

Namens de Nederlandse Mededingingsautoriteit:



mr. drs. J.Th.A. de Keijzer  
Lid van de Raad van Bestuur

Namens Autoriteit Financiële Markten:



prof. mr. R.H. Maatman  
Lid van de Raad van Bestuur

**NMa**

**AFM**

---

Beïnvloeden speculanten en hedge funds de prijsvorming op TTF?

*Quick scan door AFM en NMa*

juni 2011

## § 1 Inleiding

### Aanleiding

Bij brief van 2 november 2010 heeft uw Ministerie de Nederlandse Mededingingsautoriteit (hierna: NMa) en de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) gevraagd of deze, gelet op hun toezichthoudende taak en signalen en geluiden uit de markt, redenen zagen om onderzoek te doen naar de rol van speculanten en hedge funds op Title Transfer Facility (TTF). Aanleiding voor uw verzoek waren zorgen bij een deel van de leden van de Eerste Kamer over onverklaarbare of onjuiste prijsvorming op TTF, geuit tijdens de behandeling van het wetsvoorstel tot wijziging van de Gaswet en Elektriciteitswet in het najaar van 2010<sup>1</sup>,

In hun gezamenlijke reactie op de brief van uw Ministerie hebben beide toezichthoudende organisaties aangegeven tot het moment van ontvangst van de brief geen signalen te hebben gekregen over onverklaarbare of onjuiste prijsvorming op TTF door het optreden van speculanten en hedge funds. De AFM en de NMa lieten in hun reactie tevens weten in de zorgen van de Eerste Kamer wel voldoende aanleiding te zien om meer gericht en actief op zoek te gaan naar signalen die kunnen wijzen op mogelijke problemen met de prijsvorming op TTF als gevolg van de rol van speculanten en hedge funds. De toezichthoudende organisaties hebben daartoe in het kader van een quick scan gezamenlijk verkennende gesprekken gehouden met partijen actief op TTF en met een tweetal onafhankelijke deskundigen. De vragen die leven bij een deel van de leden van de Eerste Kamer vormden daarbij het referentiekader. Deze quick scan kan worden beschouwd als een aanvulling op het reguliere op risico gerichte toezicht dat zowel de AFM als de NMa uitoefenen. Omwille van tijd- en kostenbesparing heeft een econometrisch-statistische analyse van de prijsvorming op de TTF niet plaatsgevonden. Een methode daarvoor is nog in ontwikkeling en momenteel dus nog niet zonder meer beschikbaar.

AFM en NMa menen op basis van de in beide organisaties reeds aanwezige kennis en de aanvullende informatie vergaard in de gesprekken over voldoende stevige inzichten in het functioneren van de TTF te beschikken om het door het Ministerie voorgelegde verzoek naar behoren te kunnen beantwoorden. Ze achten het voorshands niet waarschijnlijk dat het gedrag van hedge funds en speculanten op TTF heeft geleid tot hogere prijzen of prijsvorming met een onverklaarbaar verloop.

### Opzet van deze rapportage

De rapportage begint met een beschrijving van de reikwijdte en de opzet van de verkenning. Vervolgens geeft paragraaf 3 een beschrijving van de groothandelsmarkt voor gas in het algemeen en TTF in het bijzonder, alsmede van de partijen die daarop actief zijn. De paragraaf gaat ook in op het toezicht op de gasmarkt door NMa en AFM. Paragraaf 4 bevat de feitelijke bevindingen. Paragraaf 5 van de rapportage bevat de conclusies en een vooruitblik.

<sup>1</sup> Officiële benaming van het wetsvoorstel is: Wetsvoorstel tot wijziging van de Gaswet en Elektriciteitswet tot versterking van de werking van de gasmarkt, verbetering van de voorzieningszekerheid en houdende regels met betrekking tot de voorrang voor duurzame elektriciteit, alsmede enkele andere wijzigingen van deze wetten

## § 2 Reikwijdte en werkwijze

### Reikwijdte

Vooropgesteld zij dat bij deze bevindingsgerichte verkenning van de mogelijkheden voor speculanten en hedge funds om de prijs van gas (termijn)contracten te manipuleren, de bestaande marktstructuur en de daaruit voortvloeiende concurrentieverhoudingen tussen marktpartijen een grote rol spelen. De NMa heeft de belangrijkste elementen van deze marktstructuur recent nog beschreven in haar 'Monitor groothandelsmarkten gas en elektriciteit 2010', waaruit onder meer volgt dat van een gelijk speelveld op de Nederlandse groothandelsmarkt voor gas geen sprake is en spelers op de markt in belangrijke mate zijn aangewezen op Gastera. In deze AFM-NMa rapportage worden de structuur van de groothandelsmarkt voor gas en de bestaande concurrentieverhoudingen als een gegeven beschouwd.

De vraag van het Ministerie naar "de rol van speculanten en hedgefunds op TTF" laat veel ruimte voor een nadere afbakening van het gespreksonderwerp. Gelet op de context van de zorgen van een deel van de Eerste Kamer over de prijsvorming op TTF hebben de NMa en de AFM de brief van het Ministerie geïnterpreteerd als een verzoek om meer inzicht in:

- i) de mogelijkheden voor hedge funds en speculanten om de prijs van gas (termijn)contracten op TTF op een kunstmatig niveau te krijgen c.q. te houden;
- ii) de waarschijnlijkheid van een kunstmatig prijsniveau op TTF.

In de context van de gevoerde gesprekken en onderhavige weergave van de bevindingen is de aanname dat met een *'speculant'* wordt bedoeld de marktpartij die uitsluitend het oogmerk heeft financieel voordeel te behalen met een transactie (of samenstel van transacties) op TTF en dus niet primair handelt vanuit het oogmerk van prudent ondernemingsbeheer. Op de keper beschouwd bevat elke transactie van een marktpartij op TTF met het oogmerk om een financieel voordeel te behalen speculatieve elementen, echter het primaire oogmerk dat een marktpartij heeft met een transactie uit hoofde van prudent ondernemingsbeheer (bijvoorbeeld het kopen van gas voor productie-doeleinden of het afdekken ('hedging') van een productie- of leveringsrisico) maakt dat er niet gesproken kan worden van speculatie. Een speculant is echter doorgaans bereid om meer risico's te accepteren, terwijl andere marktpartijen eerder als risico-avers te kenschetsen zijn en daarom het risico op onwelgevallige prijsbewegingen juist aan speculanten willen overdragen. Speculanten dragen op deze wijze bij aan de liquiditeit op een markt.

Er bestaat geen vastomlijnde en algemeen geaccepteerde definitie van de term *'hedge fund'*. Diverse omschrijvingen leggen de nadruk op onderdelen van handelsstrategieën (bijv. short gaan: verkopen van gas terwijl men het te leveren gas nog niet bezit) die hedge funds kunnen gebruiken, of beleggingsmethodes (bijv. het gebruik maken van leverage: met geleend geld (opties op) gas kopen). In de praktijk hebben hedge funds vele verschillende beleggingsstrategieën tot hun beschikking die hen van elkaar onderscheiden en derhalve zijn ze niet in te delen in een homogene groep. Daarnaast bestaat er slechts een dunne scheidslijn tussen een hedge fund enerzijds en het 'traditionele' investment fund anderzijds<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Zie het AFM-rapport: "Hedge Funds: An exploratory study of conduct-related issues" voor meer informatie over hedge funds. Dit rapport is te downloaden van [www.afm.nl](http://www.afm.nl).

## Werkwijze

Naar aanleiding van de in § 1 beschreven vraagstelling van het ministerie van Economische Zaken, Landbouw & Innovatie hebben de NMa en de AFM samen de vraagstelling geformuleerd ten behoeve van de verkennende gesprekken. Daarbij is de bij de NMa aanwezige kennis over de fysieke component van de handel in gas gecombineerd met de bij de AFM aanwezige ervaring op het gebied van handel in financiële instrumenten. Ook is relevante informatie uit publicaties en onderzoeken gebruikt. Omdat een bruikbare methode om prijsvorming te analyseren nog in ontwikkeling en dus niet zonder meer beschikbaar is, heeft een econometrisch-statistische analyse van prijzen omwille van tijd- en kostenbesparing zoals eerder aangegeven niet plaatsgevonden.

Gezamenlijk hebben de NMa en de AFM vervolgens gesprekken gehouden met diverse marktpartijen die handelen op TTF of direct betrokken zijn bij de handel op TTF. De vragen van NMa en AFM over de perceptie van die partijen over de prijsvorming op TTF vormden daarbij het vertrekpunt. Paragraaf 4 van deze rapportage bevat een weergave van de belangrijkste bevindingen van AFM en NMa, mede gebaseerd op de gesprekken met de marktpartijen en gegroepeerd rond een aantal onderwerpen.

Met de volgende marktpartijen zijn gesprekken gevoerd:

- APX-ENDEX: in Nederland gevestigde beurs voor de verhandeling van (termijn)contracten in gas en elektriciteit;
- Spectron Group Limited: een broker wereldwijd actief in de bemiddeling van gas- en elektriciteitscontracten tussen professionele partijen;
- Shell Energy Trading Limited: handelaar voor eigen rekening;
- Deutsche Bank AG: handelaar voor eigen rekening en bemiddelaar voor haar cliënten;
- Morgan Stanley: handelaar voor eigen rekening en bemiddelaar voor haar cliënten;
- RWE Essent: producent van elektriciteit, handelaar voor eigen rekening en leverancier aan eindgebruikers;
- Gastera: handelsonderneming in aardgas;
- Utility Support Group BV: inkoper van elektriciteit en aardgas ten behoeve van industriële bedrijven op de Chemelot-site bij Geleen, waaronder DSM en SABIC.

Ook hebben gesprekken plaatsgevonden met het Centrum voor Energievraagstukken van de Universiteit van Amsterdam en een voormalig handelaar actief op TTF.

## § 3 Beschrijving van de Nederlandse groothandelsmarkt voor gas

Het navolgende geeft een beschrijving van de belangrijkste facetten van de groothandelsmarkt voor gas. Het betreft hier geen alomvattende beschrijving. Het doel is om in deze paragraaf de lezer het nodige inzicht te verschaffen om de bevindingen in deze rapportage te kunnen plaatsen en duiden.

### § 3.1 Marktstructuur

#### *Marktpartijen*

Op de groothandelsmarkt voor gas zijn actief: gasproducenten, handelaren, opslagbeheerders, industriële grootverbruikers en leveranciers aan kleinverbruikers. Tot de handelaren behoren financiële partijen als banken, speculanten en investment funds. Onder deze laatste categorie bevinden zich ook hedge funds. Gas Transport Services (hierna: GTS) faciliteert via haar gasnetwerk het transport van fysiek verhandeld gas. Daarnaast zijn er bemiddelaars/brokers<sup>3</sup> in transacties tussen de diverse marktpartijen.

#### *Vraagzijde van de groothandelsmarkt voor gas*

De vraag onder de eindgebruikers (industrie en huishoudens) van gas verschilt sterk binnen een dag, maar ook door het jaar heen. Huishoudens verbruiken in de winter veel meer gas dan in de zomer en hebben een dagelijks verbruikspatroon met pieken. De vraag vanuit de industrie verschilt van de vraag vanuit de huishoudens. Sommige industriële grootverbruikers hebben voldoende aan een vlakke stroom gas het gehele jaar door. Andere grootverbruikers zullen juist bij vlagen grote hoeveelheden gas gebruiken. Naast een vraag naar gasvolume bestaat er dus ook vraag naar zogenoemde flexibiliteit. Gasleveranciers aan de huishoudens hebben rekening te houden met de pieken en dalen in het gebruik van gas onder huishoudens. Zij nemen in wezen het risico op hoge prijzen bij een piekvraag of overcapaciteit bij een lage vraag uit handen van hun afnemers. Hier staat een premie op de prijs tegenover. Bij de grootverbruikers bestaan meer mogelijkheden om contracten op maat af te sluiten waarbij tot een zekere risicodeling gekomen kan worden.

Uit data afkomstig van GTS blijkt dat voor de komende 5 jaar ruim twee derde deel en voor de komende 10 jaar reeds meer dan de helft van de nu bekende (totale) binnenlandse vraag naar gas wordt gedekt door thans gecontracteerd aanbod. In de contracten is veelal een prijsformule opgenomen. Voor een groot deel van de toekomstige vraag is de prijs dus nog maar beperkt beïnvloedbaar.

#### *Aanbodzijde van de groothandelsmarkt voor gas*

De aanbodkant van de groothandelsmarkt gas is nog sterk geconcentreerd. Gasterra heeft exclusieve toegang tot het Groningenveld en verkrijgt het meeste gas uit andere velden als resultaat van het kleineveldenbeleid. Bovendien beschikt het veruit over het merendeel van opslagcapaciteit in uitgeputte gasvelden. Gelet op de behoefte aan verschillende vormen van flexibiliteit kan deze situatie leiden tot toetredingsdrempels voor afnemers en handelaren van gas. Een gasleverancier zal immers ook bij een piekvraag moeten leveren aan de afnemers. De laatste jaren is door een aantal aanbieders geïnvesteerd in opslagcapaciteit in cavernes. Veel andere marktpartijen zijn daartoe vanwege de hoge investeringskosten niet in staat. Indien de leverancier niet over capaciteit kan beschikken om in de behoefte aan flexibiliteit te voorzien is hij vooral aangewezen op Gasterra. Wanneer er op een markt onvoldoende flexibiliteit is om kortstondige tekorten of overschotten op te vangen, vergroot dat de risico's voor marktpartijen. Onlangs heeft Gasterra maatregelen aangekondigd waarmee het toegang zal gaan verlenen aan derden tot een belangrijk deel van de opslagcapaciteit in Nederland. Dat draagt bij aan vermindering van de risico's voor marktpartijen.

<sup>3</sup> Deze groep bemiddelt slechts. Zij neemt geen posities in.

### § 3.2 Handel op de TTF

#### *Title Transfer Facility*

Om het gas op de groothandelsmarkt over te dragen van aanbieder (producent, handelaar) naar afnemer (industrie, leverancier) is het virtuele leverpunt TTF (Title Transfer Facility) in het leven geroepen. De TTF is een virtuele marktplaats waar GTS aan marktpartijen de mogelijkheid biedt om gas dat al in het netwerk van infrastructuurbeheerder GTS aanwezig is, over te dragen aan een andere partij. De aanbieder brengt het gas vanaf een fysiek entry punt op het hogedruknet, het gas verandert vervolgens op TTF van eigendom, waarna de afnemer het gas op een fysiek exit punt van het hogedruknet haalt. Op deze manier bepalen afnemers zelf waar het gas uiteindelijk naar toe gaat, kunnen ze ervoor kiezen het gas opnieuw te verhandelen en hebben de mogelijkheid ander gas eraan toe te voegen. Hiermee worden afnemers in staat gesteld de inkoop van het gas en de inzet van hun portfolio te optimaliseren.

Van de totale gasafname (zowel binnenlandse als exportvraag) loopt 26% via TTF<sup>4</sup>. Ruim 50% van de totale gasafname is bestemd voor export. In 2009 leverden marktpartijen 27,0 mld. m<sup>3</sup> aardgas via TTF. Het op TTF verhandelde volume (82,2 mld. m<sup>3</sup>) is bijna tweemaal het binnenlandse jaarverbruik. Op de TTF zijn momenteel ongeveer 80 partijen actief.

#### *'Churn'*

Een transactie die uitmondt in daadwerkelijke levering wordt aangemerkt als een fysieke transactie. Indien een transactie niet resulteert in fysieke levering maar in een verrekening in geld (cash settlement) spreekt men van financiële handel. De verhouding van alle financiële handel t.o.v. de totale fysieke handel op TTF, de zogenaamde "churn", is 3. Dit wil zeggen dat een eenheid fysiek geleverd gas gemiddeld drie keer wordt verhandeld. Ter vergelijking, de churn rate voor het National Balancing Point (NBP, het equivalent van de TTF in het Verenigd Koninkrijk) is ruim 11, waarbij het totale verhandelde volume op NBP over 2009 ruim 13 maal zo hoog is<sup>5</sup>.

#### *Handelsplaatsen*

Strikt genomen is TTF geen handelsplaats. De TTF is een virtuele marktplaats in het GTS netwerk waar het gas van eigenaar verwisselt. Handel vindt plaats op de gasbeurs (APX-ENDEX), via brokers (Over The Counter - OTC) of bilateraal tussen partijen. Een deel van dit gas wordt op TTF overgedragen. Van de via TTF verhandelde volumes vindt ruim 90% plaats tussen marktpartijen onderling dan wel via een broker. Het overige deel van de transacties komt via een beurs tot stand.

APX-ENDEX is het enige handelsplatform in Nederland voor de handel in TTF-producten. Daarnaast worden op de in Londen gevestigde Inter Continental Exchange (ICE) ook termijncontracten voor de levering van gas via de TTF verhandeld.

<sup>4</sup> Monitor groothandelsmarkten gas en elektriciteit 2010, NMa

<sup>5</sup> De churn voor de Europese continentale gas hubs varieert tussen de 2,1 en 5,2, aldus het rapport van de Brattle Group 'Economic Impact of the Dutch Gas Hub Strategy on the Netherlands', Report for the Ministry of Economic Affairs, Agriculture and Innovation, december 2010



APX-ENDEX exploiteert zowel een beurs voor spot-contracten (levering van gas binnen twee dagen) als een beurs voor termijncontracten (levering over één of meerdere maanden, kwartalen of jaren vooruit). De op APX-ENDEX tot stand gekomen transacties worden afgewikkeld door een centrale tegenpartij die de verplichtingen tussen handelende partijen overneemt. Een bilaterale of OTC termijntransactie kan – indien bij APX-ENDEX aangemeld – ook door de centrale tegenpartij worden overgenomen. Aldus lopen marktpartijen geen tegenpartijrisico op elkaar. APX-Endex publiceert informatie over de prijzen van de verschillende producten op het openbare deel van haar website. Aanvullende informatie over de handel op de beurs is tegen betaling verkrijgbaar.

In tegenstelling tot beurshandel is de bilaterale en OTC-handel niet anoniem (contractspartijen kennen elkaar). Contractspecificaties zijn doorgaans wel in hoge mate gestandaardiseerd conform modellen die zijn opgesteld door internationaal erkende belangenorganisaties zoals EFET, (European Federation of Energy Traders). Publicatie van (broker)transacties wordt o.a. verzorgd door LEBA (London Energy Brokers Association).

### § 3.3 Toezicht door de AFM en de NMa

De AFM en de NMa zijn de belangrijkste toezichthouders op de gasmarkt. De AFM houdt uit hoofde van het bepaalde in de Wet op het financieel toezicht (Wft) toezicht op o.a. ordelijke en transparante financiële marktprocessen en zuivere verhoudingen tussen marktpartijen. Binnen de context van de gehele groothandelsmarkt voor gas houdt de AFM toezicht op de handel in gestandaardiseerde termijncontracten voor de levering van gas op het Nederlandse hogedruknet als onderliggende waarde. In de praktijk betekent dit toezicht op voorkoming van marktmisbruik op APX-ENDEX. De AFM houdt geen toezicht op de handel in contracten waarbij gas binnen twee dagen wordt geleverd (de zg. spot-contracten) omdat deze niet kwalificeren als financiële instrumenten in de zin van de Wft. Daarnaast houdt de AFM toezicht op APX-ENDEX voor wat betreft de werking van het handelsplatform voor termijncontracten.

De NMa heeft op de eerste plaats op grond van artikel 5 van de Elektriciteitswet een algemene verantwoordelijkheid voor een elektriciteitsmarkt en gasmarkt die niet-discriminatoir en transparant zijn en die worden gekenmerkt door daadwerkelijke mededinging en een doeltreffende marktwerking. Daarnaast houdt de NMa toezicht uit hoofde van het bepaalde in artikel 59 van de Gaswet. De NMa heeft geen specifieke bevoegdheden ten aanzien van het toezicht op de handel in spotcontracten op APX-ENDEX. Naast het sectorspecifieke toezicht op basis van de Elektriciteits- en de Gaswet oefent de NMa nog generiek toezicht uit op basis van de Mededingingswet.

## § 4 Rapportage van bevindingen

Zoals beschreven in de onderzoeksopzet hebben de NMa en de AFM gesprekken gehad met een aantal marktpartijen. Deze gesprekken hebben de organisaties aanvullend inzicht gegeven in het functioneren van de TTF en de waarschijnlijkheid van marktmanipulatie door hedge funds en/of speculanten. Deze paragraaf geeft de meest relevante bevindingen van NMa en AFM weer, mede gebaseerd op de gevoerde gesprekken<sup>6</sup>.

### § 4.1 Functioneren TTF

#### *Prijsvorming*

Het algemene oordeel over de prijsvorming op het TTF is positief in die zin dat deze een goede weergave biedt van vraag en aanbod in de markt. Er is sprake van een toenemende convergentie in de prijsvorming tussen bilaterale transacties, broker-transacties en beurstransacties.

AFM en NMa constateren dat de prijsvorming op TTF sterk gecorreleerd is met die op het NBP in het Verenigd Koninkrijk (meer dan 90%). TTF kan daarbij worden gezien als prijsvolger ten opzichte van het NBP, dat veruit de grootste gasmarkt is in Europa. De hoge correlatie tussen de prijsvorming op NBP en TTF en de als gevolg daarvan kleine prijsverschillen tussen deze markten geven een indicatie dat marktpartijen zich goed op TTF kunnen bewegen teneinde te kunnen arbitreren tussen aanwezige prijsverschillen. Afwijkingen in de correlatie tussen beide handelsplaatsen zijn volgens de gesprekspartners goed verklaarbaar uit de mate van beschikbaarheid van transportcapaciteit om tussen beide hubs te kunnen arbitreren. Daarnaast hebben enkele strengere winters in het Verenigd Koninkrijk dan gebruikelijk is, de afgelopen jaren tijdelijke verschillen in prijs tot gevolg gehad.

#### *Liquiditeit*

De mate van liquiditeit op de TTF is afhankelijk van het type contract dat wordt aangeboden. Dit verklaart dat één van de geïnterviewden opmerkt dat het sluiten van een positie op TTF lastig kan zijn. Zo kunnen de day-ahead (levering morgen)- en month-ahead-contracten als zeer liquide worden beschouwd. Contracten waarbij binnen dezelfde dag dient te worden geleverd, moeten daarentegen als niet-liquide worden beoordeeld. Alleen de utiliteitsbedrijven handelen in dit segment. De contracten met een horizon langer dan een maand zijn in afnemende mate liquide.

Hoewel TTF de meest liquide continentale hub is, is de liquiditeit aanzienlijk lager dan die op het NBP. Dat wordt geïllustreerd door de 'churn' die op het NBP vele malen hoger is dan op de TTF (zie paragraaf 3.2). Ten opzichte van NBP moet TTF worden gezien als een meer fysieke markt. Het NBP is zich meer en meer aan het ontwikkelen tot een financiële markt. Financiële handel wordt met name gedreven door arbitrage op basis van (verwachte) prijsverschillen en om risico's af te dekken (hedging).

<sup>6</sup> De gesprekspartners is toegezegd dat citaten niet herleidbaar zijn tot een specifieke gesprekspartner en dat de bevindingen alleen generiek en geanonimiseerd worden weergegeven. De marktpartijen waarmee gesproken is, staan vermeld in § 2.

Het feit dat er relatief weinig financiële handel is op TTF hoeft niet noodzakelijk te duiden op een gebrekkige werking van de markt. Het zou ook kunnen betekenen dat de risico's dermate beperkt zijn dat marktpartijen weinig reden zien om deze af te dekken. Desalniettemin wijzen signalen wel in de richting van een behoefte aan meer financiële handel op TTF. Die zal een positieve bijdrage aan de liquiditeit leveren. Deze handel zou volgens de gesprekspartners op dit moment op zichzelf echter te risicovol zijn, waardoor die niet goed van de grond kan komen.

#### *Transparantie en informatievoorziening*

Over het algemeen is het oordeel over transparantie met betrekking tot de prijsvorming op TTF voldoende. Informatie over transacties is beschikbaar via APX-ENDEX (wat betreft beurstransacties), via Trayport, de handelssoftware die nagenoeg elke marktpartij gebruikt en waar informatie over transactiedata wordt gepubliceerd, en via gespecialiseerde data vendors die alle door brokers gerealiseerde transacties publiceren.

Nagenoeg alle gesprekspartners merken op dat als gevolg van de transparantie over gedane transacties marktpartijen 'ongewone' transacties snel opmerken.

#### § 4.2 Kans op marktmanipulatie door hedge funds en speculanten

Vertrekpunt voor AFM en NMa is dat speculanten en hedge funds in algemene zin een positieve bijdrage aan het functioneren van een markt leveren omdat ze zorgen voor extra liquiditeit en aldus overige marktpartijen additionele mogelijkheden bieden om risico's af te dekken. Hedge funds hebben gemeenschappelijk dat ze arbitreren op basis van prijsverschillen tussen markten en contracten met verschillende looptijden en leveren daarmee eveneens een bijdrage aan een efficiënter werkende markt. AFM en NMa achten de kans op marktmanipulatie door speculanten en hedge funds op TTF om de volgende redenen gering:

##### *Fysieke karakter van de handel*

Het bovenal fysieke karakter van de handel op TTF verlangt van marktpartijen een organisatie die in staat is om daadwerkelijk fysiek te kunnen leveren. Dit vergt investeringen in o.a. opslagcapaciteit, de mogelijkheid om grensoverschrijdend te kunnen handelen en de daarmee samenhangende mogelijkheid om in het buitenland te kunnen handelen. De fysieke kant van de markt vormt derhalve op de eerste plaats een toetredingsbarrière die het voor speculanten lastiger maakt om toe te treden. Daardoor zijn er slechts enkele hedge funds actief op TTF en is hun marktaandeel zeer beperkt. Omdat de gewenste liquiditeit voor financiële partijen niet altijd aanwezig is lopen partijen met één in hoofdzaak financiële focus daarnaast het risico fysiek te moeten leveren. Niet voldoen aan deze verplichting leidt tot hoge kosten vanwege 'onbalans'. Financieel handelen op TTF vanuit het oogmerk snel winst te maken door het innemen van omvangrijke posities is om die reden niet aantrekkelijk. Zogenoemde hit and run transacties, waarmee hedge funds en speculanten in een korte periode veel geld zouden kunnen verdienen, zijn daardoor niet goed mogelijk, want te risicovol.

<sup>7</sup> Het gebrek aan toegankelijke opslagcapaciteit speelt hierbij ook een belangrijke rol. Zoals in paragraaf 3.1 vermeld zijn inmiddels maatregelen genomen om de toegang tot opslagcapaciteit te verbeteren.

Hoewel een toename in de financiële handel als een positieve ontwikkeling moet worden beoordeeld, zien enkele gesprekspartners evenwel een risico dat een mogelijke ontwikkeling van TTF tot een meer financieel gedreven markt conform het NBP er toe kan bijdragen dat de kans op prijsmanipulatie groter wordt.

#### *Bekendheid van handelende partijen*

AFM en NMa constateren dat in beginsel bijna alle marktpartijen actief op TTF bij elkaar bekend zijn en dat elke marktpartij weet wie zijn tegenpartij is in een transactie (met uitzondering van beurstransacties). Dit maakt het moeilijk om ongezien de markt te manipuleren. Daarbij komt dat als gevolg van het hoge percentage bilaterale en via een broker tot standgekomen transacties partijen een tegenpartijrisico op elkaar hebben dat alleen wordt aanvaard indien contractspartijen elkaars kredietwaardigheid accepteren. De kredietlimieten die handelende partijen ten opzichte van elkaar hebben beperken het aangaan van kunstmatige of onlogische posities.

#### *Verbondenheid handelsplaatsen*

De connectiviteit met de gasnetwerken in het Verenigd Koninkrijk en Duitsland en daarmee met de handelsplaatsen in die landen, gecombineerd met de toenemende capaciteit voor de opslag van (LNG-)gas, dragen bij aan het vermogen van de markt om schommelingen in vraag en aanbod op te vangen. Dit maakt het moeilijker voor een marktpartij om de markt naar zijn hand te zetten. Prijsverschillen tussen de hubs die niet gerelateerd zouden zijn aan 'market fundamentals' zullen bij beschikbaarheid van voldoende infrastructurele voorzieningen (cross-border pijpleidingen, opslagfaciliteiten, LNG-terminals) direct aanleiding geven tot het aangaan van handelstransacties die leiden tot het mitigeren van dergelijke prijsverschillen. Zo kan een grote mate van beschikbaarheid van capaciteit op BBL (een gaspijplijn tussen Balgzand (Nederland) en Bacton (VK)) zorgen voor ruime mogelijkheden om prijsverschillen tussen NBP en TTF weg te arbitreren. De gasprijzen op TTF lateri dan ook een significante correlatie zien met die op NBP.

### § 5 Conclusie en vooruitblik

AFM en NMa achten het op grond van onderhavige quick scan en de reeds bestaande kennis van deze markt niet waarschijnlijk dat het gedrag van hedge funds en speculanten op TTF in het verleden heeft geleid tot hogere prijzen of prijzen met een meer onvoorspelbaar verloop. Desalniettemin achten beide toezichthouders het niet geheel uitgesloten dat vormen van dergelijk marktmisbruik zich in de toekomst op de TTF kunnen voordoen.

#### *Weinig activiteit van speculanten en hedge funds tot op heden*

AFM en NMa hebben in dit verkennende onderzoek geen signalen gevonden die zouden kunnen wijzen op onverklaarbare of onjuiste prijsvorming op TTF als gevolg van het gedrag van hedge funds en speculanten. Het ontbreken van dergelijke signalen is verklaarbaar. Op de eerste plaats zijn er momenteel niet of nauwelijks substantiële activiteiten bekend van hedge funds of speculanten op TTF.

Vanwege de grote mate van bekendheid van handelspartners op TTF zouden substantiële manipulerende activiteiten van speculanten en hedge funds moeilijk onopgemerkt kunnen blijven. Daarnaast is de TTF, anders dan bijvoorbeeld het NBP, nog vooral een fysieke markt. Omdat de liquiditeit van het TTF voor financiële producten nog beperkt is, is financieel handelen op TTF vanuit het oogmerk snel winst te maken door het innemen van omvangrijke posities niet aantrekkelijk omdat de risico's in de vorm van kostbare open posities te groot zijn.

#### *Verbondenheid met andere regio's*

Daaraan kan worden toegevoegd dat, indien er voor hedge funds en speculanten wel substantiële mogelijkheden zouden zijn (geweest) om de prijsvorming op TTF te beïnvloeden, de mogelijkheden die er voor marktpartijen inmiddels zijn om te arbitreren tussen de verschillende handelsplaatsen in Europa dergelijk prijsmanipulerend gedrag aanzienlijk zouden bemoeilijken. Investerings in infrastructuur, de integratie van gasmarkten en het toenemende internationale handelsverkeer dat daarvan het gevolg is, leveren zo beschouwd ook een belangrijke bijdrage aan een betere prijsvorming.

#### *Vooruitblik*

Indien de financiële dimensie van de TTF in gewicht zal toenemen, bijvoorbeeld doordat meer financiële partijen actief worden, zal dat naast positieve gevolgen voor de liquiditeit, het risico doen toenemen dat zich handelstransacties zullen voordoen met het specifieke oogmerk de prijzen op een kunstmatig niveau te brengen en/of te houden.

In dat verband is het vermeldenswaard dat de Europese Commissie op dit moment voortvarend werkt aan de totstandkoming van een verordening die het eenvoudiger moet maken om handel met voorkennis door handelaren in gas- en elektriciteitsproducten op te sporen en te bestraffen. Het zogenoemde REMIT (Regulation on Energy Market Integrity and Transparency)-voorstel definieert en verbiedt handel met voorkennis en ander prijsmanipulerend gedrag. Het beoogt tot een verplichting te komen voor marktpartijen om de noodzakelijke gegevens m.b.t. de relevante nationale en grensoverschrijdende, fysieke en financiële transacties op de groothandelsmarkt aan te leveren bij het Agency for the Cooperation of Energy Regulators (ACER), de recent opgerichte Europese energietoezichthouder. Banken en financiële dienstverleners blijven onder REMIT rechtstreeks aan nationale financiële toezichthouders rapporteren voor wat betreft transacties in financiële instrumenten. ACER krijgt de taak met behulp van deze gegevens de energiemarkten te monitoren. Indien ACER mogelijke overtredingen in de vorm van verboden marktgedragingen op het spoor komt, zullen de nationale toezichthouders worden verzocht verder onderzoek te doen en overtreders te bestraffen. ACER, de European Securities and Markets Authority (ESMA) en nationale energie-, mededingings- en financiële toezichthouders zullen bij de uitvoering van de Verordening nauw samenwerken en informatie gaan uitwisselen.

1.0  
1.0  
1.0  
1.0  
1.0  
1.0  
1.0  
1.0  
1.0  
1.0  
1.0  
1.0

De uiteindelijke exacte invulling van REMIT is nog afhankelijk van de finale uitkomsten van het Europese besluitvormingsproces. De AFM en de NMa hebben echter de verwachting dat van de nieuwe regels een afschrikwekkende werking zal kunnen uitgaan voor prijsmanipulerende gedragingen. Ook zal eventueel marktmisbruik doeltreffender kunnen worden opgespoord en bestraft.

Naast het REMIT-voorstel doet de Europese Commissie ook voorstellen in het kader van de herziening van de MiFID (Markets in Financial Instruments Directive). In de consultatie in het kader van de MiFID Review stelt de Commissie voor dat exploitanten van beurzen waarop grondstoffenderivaten (waaronder ook gastermijncontracten) worden verhandeld informatie bekendmaken over de (geaggregeerde) posities van categorieën van marktpartijen.

AFM en NMa wijzen er tot slot op dat vermoedens van marktmisbruik op TTF, los van de Europese wetgeving die momenteel in de maak is en de reeds bestaande "klikplicht" voor financiële instellingen uit hoofde van de Wet op het financieel toezicht, te allen tijde bij één van beide toezichthoudende instanties kunnen worden gemeld.

1.0  
1.0  
1  
1.0  
1  
1.0  
1.0  
1.0  
1.0

## **Bijlage Geraadpleegde literatuur**

The Brattle Group: Economic Impact of the Dutch Gas Hub Strategy on the Netherlands, Report for the Ministry of Economic Affairs, Agriculture and Innovation

NMa: Monitor groothandelsmarkten gas en elektriciteit 2010

European Commission: Quarterly Report on European Gas Markets

European Commission: Regulation on energy market integrity and transparency

---

Gas Transport Services: Rapport voorzieningszekerheid Gas 2010

---

Gas Transport Services: Jaarverslag 2009