

File ID	uvapub:104838
Filename	Financieel toezicht op de energiesector
Version	unknown

SOURCE (OR PART OF THE FOLLOWING SOURCE):

Type	article
Title	Financieel toezicht op de energiesector
Author(s)	S. Pront-van Bommel
Faculty	FdR
Year	2010

FULL BIBLIOGRAPHIC DETAILS:

<http://hdl.handle.net/11245/1.339182>

Copyright

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content licence (like Creative Commons).

Financieel toezicht op de energiesector

dr. Simone Pront – van Bommel*

1. Inleiding

Energiestromen zijn in toenemende mate financiële stromen geworden. De handel in energiederivaten, waarbij energiebedrijven zijn betrokken, is enorm, de energiehandel op de whole-salemarkt gaat gepaard met het stellen van omvangrijke financiële zekerheden en grote energiebedrijven omvatten tevens veelal grote handelshuizen of -afdelingen. De financiële handel in de energiesector brengt mogelijk vergaande risico's voor energieprijzen voor eindafnemers en zelfs voor de continuïteit van energielevering met zich mee. Een en ander is aanleiding om in dit artikel het financieel toezicht op de energiesector te beschrijven. Voor de afbakening van het begrip financieel toezicht is aansluiting gezocht bij het begrip financieel instrument in de zin van de Wft.¹ Het gaat vooral om toezicht op energiederivaten.² Derivaten vormen een verzamelbegrip voor contracten waarvan de waarde is afgeleid van onderliggende goederen, zoals gas en elektriciteit. De derivatenhandel dient een uiteenlopend oogmerk variërend van het afdekken van financiële risico's tot beleggen, alsmede speculatie.³ Als instrument van risicobeheer worden energiederivaten onmisbaar geacht voor de bedrijfsvoering in een open markteconomie.⁴

Het artikel stelt aan de orde of het bestaande toezicht op energiederivaten toereikend is gelet op belangen die de energiewetgeving beoogt te beschermen en de risico's die bij de financiële handel in de energiesector aan de orde zijn. De vraag of het toezicht op energiederivaten toereikend is, is ingegeven door de enorme handelsposities die grote energiebedrijven innemen, een aantal recente gebeurtenissen, de huidige kredietcrisis, alsmede het feit dat de energiemarkt wordt gedomineerd door een beperkt aantal grote energiebedrijven.⁵ De steeds verder uitdijende, complexer wordende en 'risicovolle' derivatenhandel zou bovendien één van de oorzaken van de financiële crisis zijn.⁶

Deze handel heeft bijgedragen aan de financiële onrust doordat deze de schuld-kapitaalratio heeft doen toenemen en marktdeelnemers aan elkaar heeft gekoppeld. Dit werd niet opgemerkt vanwege een gebrek aan transparantie van de markt als gevolg van de marktstructuur. Gebrek aan transparantie heeft mede te maken met het feit dat de derivatenhandel veelal 'over the counter', en daarmee uit het zicht, plaatsvindt. De Europese Commissie heeft naar aanleiding van de financiële crisis recentelijk voorstellen gedaan voor meer waarborgen ten aanzien van deze handel, onder meer om maatregelen te treffen ten einde de derivatenmarkten te doen overschakelen van een overwegend bilaterale naar meer gecentraliseerde clearing, afwikkeling en handel. Deze voorstellen betreffen ook de energiesector. Financieel toezicht op de energiesector wordt urgent geacht. Daarbij dient wel rekening te worden gehouden met de specifieke kenmerken van deze sector.⁷

Speciaal voor deze sector bevatten de recent in werking getreden Derde Energierichtlijnen⁸ bijzondere toezichtbepa-

lingen voor energiecontracten, ook met betrekking tot een groot deel van de energiederivaten. Deze bepalingen zijn nieuw.

Het artikel maakt inzichtelijk dat het toezicht op handel in energiederivaten in de elektriciteitssector in verscheidene opzichten aan beperkingen onderhevig is. Deze worden maar ten dele opgeheven na de te verwachten implementatie van de nieuwe toezichtbevoegdheden uit de Derde Energierichtlijnen. Deze beperkingen in het toezicht houden vooral verband met de plaats waar het grootste deel van deze handel plaatsvindt, namelijk OTC, alsmede met het feit dat van materiële normering van deze handel nauwelijks sprake is. Of dit een onwenselijke situatie is en nadere regulering van de handel in energiederivaten nodig is, valt echter pas goed

* Simone Pront – van Bommel is directeur van het Centrum voor Energievraagstukken aan de Faculteit der Rechtsgeleerdheid UvA. Met dank aan Anne van Toor en mr. drs. Marleen Wessels voor hun ondersteunende onderzoekswerkzaamheden.

1. Art. 1:1 Wft.
2. Art. 2 lid 33 Derde Elektriciteitsrichtlijn en art. 2 lid 35 Derde Gasrichtlijn.
3. Zie o.a.: G.T.M..J Raaijmakers en R. Abma, 'Achter de schermen van de beursaandeelhouders', *Preadvies van de vereniging 'Handelsrecht'*, Kluwer: Deventer 2007, p. 7 e.v.
4. Vgl. A.B Dorsman, A Scholtens en W. Westerman, 'Energie en Waarde', *MAB: maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie*, nr. 12, 2008, p. 504-506.
5. Zie o.m. het Rapport Energiekamer NMa, Marktmonitor Nederlandse kleinverbruikersmarkt voor elektriciteit en gas (juli 2007 - juni 2008), januari 2009, p. 10 en par. 1.2. Zie voorts A.E.H. Huygen en G. Buist, 'De energiesector', in: *Jaarboek Overheidsfinanciën 2007* (red. C.A. de Kam en A.P Bos), Den Haag: Sdu uitgevers 2007, p. 213.
6. Vgl. het Rapport van Commissie De Larosière: *Report of the High Level Group on Financial Supervision*, 25 February 2009, Brussels, o.a. p. 9 e.v.
7. Mededeling van de Commissie, Garanderen van efficiënte, veilige en gezonde derivatenmarkten: toekomstige, beleidsmaatregelen, 20 oktober 2009, COM(2009)563 def., o.a. p. 2.
8. Zie Richtlijn 2009/72/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 betreffende gemeenschappelijke regels voor de interne markt voor elektriciteit en tot intrekking van Richtlijn 2003/54/EG en Richtlijn 2009/73/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 betreffende gemeenschappelijke regels voor de interne markt voor aardgas en tot intrekking van Richtlijn 2003/55/EG. Deze richtlijnen zijn 14 augustus 2009 in het Publicatieblad van de EG verschenen en dienen uiterlijk 3 maart 2011 te zijn geïmplementeerd.

te beoordelen als eerst de risico's die met deze handel gemoeid zijn, verder in kaart zijn gebracht en in het licht van de doelstellingen van de energiewetgeving zijn beoordeeld. De focus is in dit artikel gericht op elektriciteit en in mindere mate op gas. Reden daarvoor is dat met betrekking tot elektriciteit de bescherming van kleinverbruikers zwaarder wettelijk is verankerd dan die betreffende gas. Er staat wat betreft de elektriciteitsvoorziening meer op het spel. Gegarandeerde continuïteit van de levering van elektriciteit is dan ook voor kleinverbruikers van groter belang dan die van gas.

2. Bestaand (financieel) toezicht

2.1 Inleiding

De inhoud van het overheidstoezicht op de energiehandel is afhankelijk van het type elektriciteitscontract en waar deze tot stand komt, op een beurs of 'over the counter'. In dat verband is het in de eerste plaats van belang om een onderscheid te maken tussen langlopende van kortlopende energiecontracten, alsmede tussen commoditycontracten en de daarvan afgeleide 'financiële' contracten. Een binnen vierentwintig uur af te wikkelen leveringscontract, te rekenen tot day-a-head markt oftewel een spotmarkt, is kortlopend. Dat gaat ook nog op voor een contract dat voorziet in een afwikkeling binnen twee handelsdagen.⁹ De 'echte' commoditycontracten zijn contracten die slechts fysiek kunnen worden afgewikkeld door levering en die veelal verplichten tot continue afname van energie gedurende een bepaalde periode. Met 'echte' commoditycontracten wordt bedoeld leveringscontracten die louter fysiek kunnen worden afgewikkeld. Ter nakoming daarvan dient daadwerkelijke levering van energie plaats te vinden.

Het toezicht met betrekking tot de kortlopende contracten en de 'echte' commoditycontracten valt buiten het bereik van de Wft, dit in tegenstelling tot energiederivaten. Energiederivaten zijn de energiecontracten die voorzien in een facultatieve of zelfs verplichte financiële afwikkeling (cash settlement), mits langlopend van aard. Ingeval van een facultatieve financiële afwikkeling heeft de leverancier de keuze tussen levering van de energie (physical settlement) of 'financiële afkoop' ter nakoming van het contract. De omvang van het toezicht daarop is afhankelijk van waar de contracten worden verhandeld, op een gereguleerde energiemarkt, veelal aangeduid als een energiebeurs, of 'over the counter'. Energiederivaten¹⁰ zijn daarnaast deels onderworpen aan het toezicht op basis van de Elektriciteitswet en Gaswet. Hierna volgt een overzicht van het toezicht op de energiesector.

2.2 Toezicht op de energiebeurzen

Art. 86e Elektriciteitswet en art. 66b Gaswet voorzien in een specifiek toezicht op de handel op energiebeurzen. Op grond daarvan is de minister van Economische Zaken (de minister) verplicht om één of meer rechtspersonen aan te wijzen om een beurs tot stand te brengen en in stand te houden. De minister kan aan deze aanwijzing van de energiebeurs voorschriften en beperkingen verbinden.¹¹ Achterliggend doel van de aanwijzing is de bevordering van de liquiditeit en transparantie van de elektriciteitshandel¹² en van de concurrentie op de energiemarkten. Een energiebeurs zou volgens de wetgever eraan kunnen bijdragen dat toetredingsdrempels voor nieuwe marktpartijen worden verlaagd. Een goed functionerende energiemarkt is één van de centrale doelstellingen van het toezicht daarop. Deze doelstelling komt later in

dit artikel nog uitvoerig aan bod bij de beschrijving van de risico's van de handel in energiederivaten.

De minister van Economische Zaken heeft APX B.V. en Endex als energiebeurzen aangewezen.¹³ Deze zijn in december 2008 tot de APX Group samengegaan. Een beurs is een fysieke of virtuele plek waar vraag naar en aanbod van goederen of diensten - in dit geval elektriciteit en gas - bijeen worden gebracht en waar vervolgens transacties tot stand komen.¹⁴ Kenmerkend daarvoor is het gereguleerde karakter daarvan en de standaardisering van de handel aldaar. Behalve door de traditionele energiebedrijven, wordt op de APX-Endex ook op grote schaal door de diverse (energie) handelshuizen en beleggingsondernemingen gehandeld. De energie- en de financiële sector zijn daar sterk met elkaar verweven. Op de APX werden voorheen alleen korte termijn gas- en elektriciteitscontracten verhandeld, op Endex kwamen ook lange termijn gas- en elektriciteitscontracten tot stand.¹⁵

Het toezicht op de handel op de beurs is van tweeërlei aard. Belast met het *publiekrechtelijk* toezicht daarop zijn de raad van bestuur van de NMa en de minister, die zo nodig zijn aanwijzing van de elektriciteitsbeurs kan intrekken. Het publiekrechtelijk toezicht betreft het handelen van de exploi-

9. S. Simonetti, 'Financial markets regulation in de energiesector', *NTE* 2007, nr. 1, p. 12. Vgl. art. 38 lid 2 MiFID Uitvoeringsverordening: van een spotcontract is voorts onder meer geen sprake als tussen de contractpartijen is afgesproken dat de levering van de onderliggende waarde mag worden uitgesteld. Art. 38 lid 2 aanhef en onder b MiFID Uitvoeringsverordening bepaalt aanvullend dat als een spotcontract ook wordt aangemerkt een contract voor de verkoop van een grondstof, een activum of een recht, waarin is bepaald dat de levering moet plaatsvinden binnen de termijn die op de markt voor de grondstof, het activum of het recht in kwestie algemeen wordt aanvaard als de standaard levertermijn. Overigens heeft de verordening rechtstreekse werking.
10. Art. 1:1 Wft geeft in de definitie van 'financieel instrument' enkele voorbeelden van derivaten.
11. Art. 86e Elektriciteitswet; zie ook de Beleidsregel van de Minister van Economische Zaken van 14 januari 2005, nr. WJZ 5002340, houdende de aanwijzing van een rechtspersoon als gasbeurs en de goedkeuring van het beursreglement van een gasbeurs, *Stert.* 18 januari 2005, nr. 12, p. 18.
12. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 372, nr. 43 (wijzigingsamendement van Krom c.s.).
13. Besluit tot Aanwijzing APX B.V. als elektriciteitsbeurs, *Stert.* 3 november 2006, nr. 215, p. 11; Besluit tot Aanwijzing APX B.V. als gasbeurs, *Stert.* 22 december 2006, nr. 250, p. 10. Endex is als gasbeurs aangewezen bij besluit van de minister van Economische Zaken d.d. 18 januari 2006 (kenmerk: ET/EM/6109500). Endex is tevens bij besluit van de minister van Financiën van 5 oktober 2004, nummer FM 2004-1230 M als effectenbeurs erkend. Dit is een ander overheidsbesluit dan de aanwijzing als energiebeurs op basis van de Elektriciteitswet of Gaswet.
14. Zie artt. 2 en 3 en de toelichting op art. 4 Beleidsregel en de aanwijzing van APX als gasbeurs in 2005, *Stert.* 2005, nr. 23, p. 11.
15. De hoofdaandeelhouders van de APX Group zijn TenneT (71,82%) en Gasunie (25,5%). In maart 2008 is er voor 2,68% het Belgische Fluxys NV als kleine aandeelhouder bijgekomen.

tant van de beurs. De raad van bestuur van de NMa kan hem een sanctie opleggen voor het niet naleven van de verplichtingen die voortvloeien uit art. 86e Elektriciteitswet en art. 66b Gaswet en de genoemde aanwijzingen en voorschriften van de minister.¹⁶ Het toezicht op de handel op de energiebeurs is daarnaast en in de praktijk grotendeels *privaatrechtelijk* van aard. Dit ziet op het handelen van marktpartijen op de beurs en wordt uitgeoefend door APX-Endex op basis van de overeenkomsten met deze partijen. De zwaarste 'sanctie' op het niet naleven van de daarin opgenomen contractuele eisen betreft uitsluiting van verdere deelname aan de beurs door beëindiging van de overeenkomst. Het publiekrechtelijk beurstoezicht fungeert als een stok achter de deur voor adequaat toezicht van de beursexploitant op deelnemers van de beurs.

Materiële criteria voor beide vormen van beurstoezicht zijn vastgelegd in de beleidsregel 'Aanwijzing rechtspersonen als elektriciteitsbeurs en goedkeuring beursreglement elektriciteitsbeurs'.¹⁷ De criteria hebben betrekking op onafhankelijkheid en onpartijdigheid van de energiebeurs, alsmede van het bestuur en het personeel en op voldoende voorzieningen om de leveringszekerheid, de financiële soliditeit van de beurs en de betrouwbaarheid van de gegevens die de beurs bij de uitvoering van de werkzaamheden ter beschikking krijgt, te waarborgen. Daarnaast dienen voldoende voorzieningen te zijn getroffen om 'manipulatie, malversatie of het nemen van onverantwoorde risico's door marktdeelnemers te voorkomen' en moet de praktische uitvoerbaarheid van de elektriciteitsbeurs voldoende zijn gewaarborgd. Voor zover dit toezicht ook handel in energiederivaten betreft, valt dit toezicht als financieel van aard aan te merken. Behalve een goede marktwerking beoogt dit toezicht ook de leveringszekerheid te waarborgen, eveneens een belangrijke doelstelling van de energiewetgeving.

Het beurstoezicht is in de praktijk beperkt, alleen al omdat slechts een klein deel, ruim tien procent, van de verhandelbare elektriciteitscontracten tot stand komt op APX-Endex.¹⁸ Het grootste gedeelte van de handel in energiecontracten vindt plaats op de bilaterale, OTC-markt.

2.3 Het toezicht op de elektriciteitssector op basis van de Wft

Het financieel toezicht op de energiesector is daarnaast gebaseerd op de Wft. Dit toezicht is beperkt tot financiële instrumenten in de zin van deze wet, zijnde effecten en andere uitdrukkelijk in deze wetgenoemde financiële producten zoals grondstofderivaten, waartoe ook energiederivaten behoren.¹⁹ De spotmarkt valt buiten het bereik van de Wft, wat volgt uit het feit dat de reikwijdte van de Wft beperkt is tot financiële instrumenten. Spotcontracten worden niet tot financiële instrumenten gerekend.²⁰

Het bereik van de Wft wordt voorts bepaald door het type marktplaats waar de energiederivaten worden verhandeld. De Wft is van toepassing op een 'gereguleerde markt', vaak aangeduid als een beurs, en de 'multilaterale handelsfaciliteit' (MTF).²¹ Endex, waarmee de APX inmiddels is samengegaan, is een gereguleerde markt en valt daarmee onder het bereik van de Wft wat betreft de energiederivaten die daar worden verhandeld.²² Kenmerkend voor een gereguleerde markt is dat daarop financiële instrumenten worden verhandeld in de zin van de Wft en dat een geheel van regels daarop van toepassing is die verband houden met het lidmaatschap, de toelating van instrumenten tot de

handel en de handel tussen de leden en transactiemeldingen. Deze kenmerken deelt een gereguleerde markt met een MTF, met dit verschil dat de gereguleerde markt anders dan de MTF een kwaliteitscontrole kent met betrekking tot de tot de markt toegelaten financiële instrumenten.²³ De algemene voorwaarden die Endex hanteert, zijn bepalend.²⁴ Deze beurs is daarmee onderworpen aan de (vergunning) voorwaarden ex art. 5:26 e.v. Wft.²⁵

Bovendien is de toepassing van de Wft afhankelijk van de aard van de betrokken handelsactiviteit of dienst. Bepalend is of sprake is van het verlenen van een beleggingsdienst of het verrichten van beleggingsactiviteiten. Voor een onderneming die zich daarmee bezighoudt, is het verboden om op de financiële markt te opereren zonder een toegangsvergunning (deel 2 Wft). Deze onderneming is daarnaast onderworpen aan de in de Wft opgenomen gedrags- en prudentiële regels. Beleggingsondernemingen die niet op een gereguleerde markt of MTF energiederivaten verhandelen, kunnen op grond daarvan eveneens onder het bereik van de Wft vallen.

Voor de praktijk gelden vervolgens echter weer diverse uitzonderingen op het toezicht op basis van de Wft. Beleggingsdiensten en -activiteiten zijn onder meer uitgezonderd, afgezien van de toepassing van deel 5 van de Wft,²⁶ als de beleggingsdiensten worden verleend of de beleggingsactiviteiten worden verricht door beleggingsondernemingen

16. Zie: Een toezichtmodel voor de Nederlandse stroom- en gasbeurzen. Advies aan de minister van Economische Zaken, Den Haag, september 2005, p. 28 e.v.
17. Zie met name art. 4. Dezelfde criteria gelden voor een gasbeurs en zijn neergelegd in de beleidsregel 'Aanwijzing rechtspersoon als gasbeurs en goedkeuring beursreglement', *Stert.* 18 januari 2005, nr. 12, p. 18.
18. Zie: Frank Buijs, Machiel Veersma, Erik van Leeuwen, Paul Meijer, 'Een toezichtmodel voor de Nederlandse stroom- en gasbeurzen, advies aan de minister van Economische Zaken', NMa Dte, Den Haag, september 2005, p. 10.
19. Een definitie daarvan is gegeven in art. 1:1 Wft.
20. Zie art. 38 lid 1 en 2 Uitvoeringsverordening MiFID.
21. Het derde type in de Wft gereguleerd platform, systematische interne afhandeling (SI), is in dit verband niet van belang, omdat de Wft daarop alleen van toepassing is met betrekking tot handel in aandelen of andere effecten. Vgl. mr. F.F. Nagelkerke, Mr. E.J.H. Vis-Osendarp, *Handelsplatformen*, NIBE-SVV: Amsterdam 2008, p. 25.
22. Zie noot 13.
23. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, derde druk, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010, p. 110; Vgl. Art. 37 lid 1 Uitvoeringsverordening MiFID.
24. Zie ENDEX Rules (Version 12.0), February 2010. Zie voor kwaliteitseisen m.b.t. de producten bijv. par. I-19 'Eligible Products'.
25. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht* (2010), p. 109 e.v. en 292 e.v.
26. Het betreft onder andere regels voor het aanbieden van effecten, het melden van zeggenschap en belangen in bijvoorbeeld beursgenoteerde ondernemingen en regels ter voorkoming van marktmisbruik. Van marktmisbruik is in ieder geval sprake ingeval van handelen met voorwetenschap in de zin van art. 5:53 Wft e.v. Dit kan bijvoorbeeld betreffen het verstrekken van misleidende informatie.

wier hoofdbedrijf bestaat uit het voor eigen rekening handelen in grondstoffen of van grondstoffen afgeleide instrumenten en die niet deel uitmaken van een groep waarvan het hoofdbedrijf bestaat in het verlenen van andere beleggingsdiensten, het verrichten van andere beleggingsactiviteiten of het uitoefenen van het bedrijf van bank; of als het handelen voor eigen rekening of het verlenen van de beleggingsdiensten op groepsniveau is aan te merken als nevenactiviteit van het hoofdbedrijf, en tevens het hoofdbedrijf van de groep niet bestaat uit het verlenen van beleggingsdiensten, het verrichten van beleggingsactiviteiten of het uitoefenen van het bedrijf van bank.²⁷ Voorts zijn deze bedrijven uitgezonderd ingeval de handel alleen intern, binnen de ondernemingsgroep, plaatsvindt.²⁸ Handelshuizen en -afdelingen van energiebedrijven met een pakket energiederivaten zullen, ingeval deze zich bezig houden met beleggingsdiensten of -activiteiten, vaak een beroep kunnen doen op één van deze uitzonderingen.²⁹ Handel in energiederivaten kan dan verondersteld worden plaats te vinden ten behoeve van risicomangement en ter spreiding van risico's en niet primair voor speculatieve doeleinden. Cliëntenbescherming, één van de centrale doelstellingen van de Wft, wordt daarbij niet in het geding geacht.

Financiële- en beleggingsinstellingen die daarentegen bedrijfsmatig streven naar het maken van rendement op grondstoffentransacties of daarvan afgeleide rechten, komen niet voor deze uitzondering in aanmerking, ingeval dit buiten een gereglementeerde markt of een MTF om geschiedt.³⁰ In de praktijk zal overigens het doel waarvoor een onderneming een groot pakket energiederivaten aanhoudt, niet altijd eenvoudig te bepalen zijn. De grens tussen risicobeheersing en structureel streven naar het maken van financieel rendement op deze derivaten valt lastig vast te stellen.

Met toezicht op de naleving van de eisen die bij en krachtens de Wft zijn gesteld, zijn voor wat betreft het gedragsrespectievelijk het prudentieel toezicht de AFM respectievelijk DNB belast.³¹ De handel in derivaten op APX-Endex is daarmee aan het toezicht van verscheidene 'regulators' onderworpen, namelijk aan dat van de raad van bestuur van de NMa, de minister, de AFM en van DNB, voor zover het prudentieel toezicht betreft van bijvoorbeeld een clearinginstelling die over een vergunning van DNB dient te beschikken.³²

De strekking van de Wft is deels een andere dan die van het hiervoor beschreven beurstoezicht op basis van de Elektriciteitswet en de Gaswet, namelijk primair gericht op bescherming van afnemers van de diensten van financiële ondernemingen, het waarborgen van de stabiliteit van het financiële systeem (systeemtoezicht) en van financiële soliditeit van financiële instellingen, en daarmee de handhaving van het vertrouwen in de financiële sector. De Wft legt daarentegen het accent op cliëntenbescherming. Een cliënt kan een consument zijn, dat wil zeggen een persoon anders dan in uitoefening van een bedrijf en een beroep. Een beschermde cliënt kan ook een niet deskundige ondernemer of onderneming zijn. Drie categorieën cliënten worden onderscheiden, namelijk de in aanmerking komende tegenpartij, de professionele belegger en de niet-professionele belegger. De onderverdeling van cliënten in deze categorieën is van belang voor de mate van bescherming van de belegger en voor de vraag welke gedragsregels de beleggingsonderneming in acht moet nemen.³³ Een cliënt die als in aanmerking komende te-

genpartij wordt aangemerkt, geniet het laagste beschermingsniveau. De niet-professionele belegger wordt het meest beschermd.

Bij financieel toezicht op basis van de energiewetgeving wordt in mindere mate het accent gelegd op dergelijke bescherming. Een duidelijk gemeenschappelijke doelstelling van de Wft en energiewetgeving is het bevorderen van een goede marktwerking.

2.4 Algemeen toezicht op basis van de Elektriciteitswet en de Gaswet

Daarnaast bestaat er uit hoofde van de Elektriciteitswet en de Gaswet een algemeen overkoepelend regulerings- en toezichtkader. Ook op basis daarvan zou aanvullend overheids- toezicht op de financiële handel in de energiesector kunnen worden uitgeoefend. De raad van bestuur van de NMa is op grond van art. 5 Elektriciteitswet en art. 59 Gaswet belast met een algemene toezichtstaak op naleving van bij of krachtens deze wetten gestelde regels. De raad van bestuur kan in het kader van dit toezicht vervolgens op grond van art. 5 lid 6 Elektriciteitswet en art. 60 lid 2 Gaswet bindende aanwijzingen geven aan energiebedrijven. Dit bestuursorgaan kan daartoe op grond van art. 7 Elektriciteitswet en 35 Gaswet inlichtingen bij marktpartijen vorderen. Marktpartijen zijn overigens niet verplicht de relevante gegevens voor dit toezicht ter beschikking te houden van de toezichthouder. Het gaat hierbij om ruime discretionaire toezichtbevoegdheden die in hoge mate naar 'eigen inzicht' van de toezichthouder kunnen worden uitgeoefend, mits dit geschiedt in overeenstemming met de strekking van de Elektriciteitswet en de Gaswet. De reikwijdte van dit toezicht op handel in energiederivaten is niet duidelijk. Specifieke elektriciteitswetgeving daarover ontbreekt. Mogelijk kan het toezicht van de raad van bestuur van de NMa op energiederivaten mede worden gebaseerd op de wettelijke eis dat een elektriciteitsleverancier die levert aan kleinverbruikers, over de daarvoor vereiste financiële en technische kwaliteiten dient te beschikken.³⁴ Het toezicht blijft dan beperkt tot deze bedrijven en strekt zich niet uit over energiebedrijven die uitsluitend leveren aan (grote) zakelijke afnemers. Dit toezicht is vooral van belang voor de bilaterale handel in energiederivaten, aangezien daarvoor andere toezichtmogelijkheden momenteel veelal ontbreken. Dit toezicht kan energiederi-

27. Art. 1:18 Wft. Zie in het bijzonder de onderdelen a en c van deze bepaling.

28. European Commission, Internal Market and Services DG, Background document for the public hearing on commodity derivatives, 25 September 2008, Brussels: 'It is important to note that the existing exemptions in the CAD were meant to be non-permanent. They are scheduled to expire in 2010, but the Commission services would prefer to extend them to 2012 in order to buy time for a more thorough review. Clearly, this extension is by no means intended to prejudge the fate of these exemptions after 2012.'

29. Vgl. L. Bolhuis en S. Simonetti, Financieel recht in de energie- en CO₂-praktijk, *NTE* 2009, nr. 1, p. 10 en 11.

30. Grundmann-van de Krol (2010), p. 482.

31. Zie voor prudentieel respectievelijk gedragstoezicht art. 1:24 Wft en art. 1:25 Wft.

32. Art. 2:4 Wft.

33. *Kamerstukken II* 2006/07, 31086, nr. 3, p. 23 en 24.

34. Art. 3 Besluit vergunning levering elektriciteit aan kleinverbruikers, *Stert.* 22 mei 2003, nr. 207.

vaten omvatten die buiten het bereik van de Wft of onder de genoemde uitzondering voor beleggingsdiensten en -activiteiten vallen.

3. Versterking van het toezicht door de communautaire wetgever

Nieuw zijn art. 40 Derde Elektriciteitsrichtlijn en art. 44 Derde Gasrichtlijn,³⁵ die de Nederlandse wetgever verplichten aan energieleveranciers uitgebreide administratie- en informatieverplichtingen op te leggen met betrekking tot de door hen gesloten energiecontracten. Dergelijke verplichtingen ontbreken nu nog in de Elektriciteitswet en de Gaswet. Energieleveranciers worden verplicht om gedurende ten minste vijf jaar de ter zake dienende gegevens met betrekking tot al hun transacties in leveringscontracten en energiederivaten met grootafnemers en transmissiesysteembeheerders ter beschikking te houden van de nationale regulerende instanties, waaronder ook de mededingingsautoriteit, en de Europese Commissie, voor de uitvoering van hun taken. Deze gegevens omvatten bijzonderheden betreffende de kenmerken van de betrokken transacties, zoals looptijd, leverings- en betalingsregels, hoeveelheden, uitvoeringsdata en -tijdstippen, transactiepreizen en middelen om de betrokken grootafnemer te identificeren, alsmede specifieke nadere gegevens over alle openstaande leveringscontracten en energiederivaten. Tevens dienen de lidstaten op grond van art. 40 Derde Elektriciteitsrichtlijn en art. 44 Derde Gasrichtlijn de 'energy regulator' de bevoegdheid te geven om ook tot openbaarmaking van (een deel van de) gegevens over te gaan. De Europese Commissie beoogt met deze administratie- en informatieverplichtingen voor leveranciers het bestaande toezicht te versterken, door veilig te stellen dat energieleveranciers de te monitoren gegevens ter beschikking van de toezichthouders houden.

Vooralsnog hebben deze richtlijnbepalingen een beperkte betekenis. De lidstaten zijn pas verplicht deze administratie- en informatieverplichtingen voor energiederivaten te implementeren als de Europese Commissie dienaangaande richtsnoeren heeft vastgesteld ter uitvoering van deze nieuwe richtlijnbepalingen. Daartoe is de Commissie niet verplicht. De administratie- en informatieverplichtingen gelden bovendien alleen voor leveranciersbedrijven, niet voor andere bedrijven en marktpartijen in de energiesector. Leveranciers zijn bedrijven die elektriciteit (weder)verköpen aan afnemers. Bedrijven die zich uitsluitend bezig houden met de handel in (reeds afgesloten) energiecontracten zonder daarbij ook de verplichting tot levering op zich te nemen, vallen buiten het bereik van deze administratie- en informatieverplichtingen.

De communautaire wetgever heeft met deze nieuwe richtlijnbepalingen inzake toezicht de gezamenlijke adviezen van het Committee of European Securities Regulators (CESR) en de European Regulators Group for Electricity and Gas (ERGEG) opgevolgd.³⁶ Deze adviezen maken duidelijk dat het hierbij gaat om sectorspecifiek toezicht dat bedoeld is als aanvulling op het bestaande financiële toezicht op basis van de MiFID³⁷ en de daarmee verband houdende andere richtlijnen zoals onder meer de MAD³⁸, welke zijn geïmplementeerd in de Wft.

Deze nieuwe richtlijnbepalingen beogen het marktvertrouwen, de liquiditeit van de markt en het aantal marktdeelnemers te vergroten,³⁹ een goede marktwerking te bevorderen en marktmisbruik tegen te gaan. Deze nieuwe wetgeving is

niet primair ingegeven door de oorzaken van de huidige crisis in de financiële en bancaire sector. Tegengaan van marktmisbruik en het opwerpen van een dam tegen een eventuele 'financiële' crisis in de energiesector zijn overigens niet volledig te scheiden doelen, zoals onder meer valt af te leiden uit de in de eerste paragraaf genoemde voorstellen van de Commissie voor nadere regulering van de derivatenhandel.

De administratie- en informatieverplichtingen uit de Derde Energierichtlijnen bevatten overigens belangrijke leemten. Delen van de handel in contracten in de energiesector blijven buiten schot, wat mede te maken heeft met het beperkte mandaat van de Commissie. Dit betreft bijvoorbeeld 'zuivere' cash-settled financiële instrumenten, energiederivaten die uitsluitend respectievelijk volledig financieel kunnen worden afgewikkeld. Er is ook sprake van een leemte met betrekking tot handel in CO₂-emissierechten. Daarbij zijn veelal dezelfde partijen als die handelen op de energiemarkten betrokken. In dit verband is van belang dat de prijs voor CO₂-emissierechten doorwerkt in de energieprijis die consumenten betalen⁴⁰, en dat op de koolstofmarkt de handel in van CO₂-emissierechten afgeleide contracten groeit.

4. Universele dienstverlening, leverings- en voorzieningszekerheid

De vraag is of een eenzijdige oriëntatie van communautaire wetgever op het waarborgen van een goed functionerende

35. Zie noot 8.

36. CESR and ERGEG advice to the European Commission in the context of the Third Energy Package Response to Question F.20 – Market Abuse October 2008, Ref: CESR/08-739; CESR and ERGEG advice to the European Commission in the context of the Third Energy Package Questions D.4 to D.6 – record-keeping Questions E.11, E.18 and E.19 – transparency Questions D.7 to D.10 – exchange of information, December 2008, Ref: CESR/08-998. Deze adviezen zijn uitgebracht in de context van de totstandkoming van het Derde Energiepakket, een pakket van wetsvoorstellen onder meer tot wijziging van de Tweede Elektriciteitsrichtlijn en de Tweede Gasrichtlijn: Richtlijn 2003/54/EG (Tweede Elektriciteitsrichtlijn) en Richtlijn 2003/55/EG (Tweede Gasrichtlijn).

37. Markets in Financial Instrument Directive 2004/39/EC.

38. Market Abuse Directive, 2003/6/EC. Een aanpassing van de richtlijn is in voorbereiding, zie onder meer COM(2009)563, def., zie noot 8, p. 10: overeenkomstig de conclusies van de G20 wordt in de EU reeds aan diverse maatregelen gewerkt ter verbetering van de marktintegriteit op de derivatenmarkten. Bij de herziening van de marktmisbruikrichtlijn in 2010 zullen de desbetreffende bepalingen worden uitgebreid zodat de derivatenmarkten op een allesomvattende wijze geregeld worden.

39. Overweging 39 van de Derde Elektriciteitsrichtlijn en overweging 36 van de Derde Gasrichtlijn.

40. Zie noot 37 p. 6: 'Whereas the mandate of the European Commission addresses the electricity and gas markets, it has been noted that there are substantial interdependencies between electricity and gas markets and some other markets, such as emission allowances markets and other energy markets (e.g. coal and oil markets). The products in these markets are traded by the same market participants and there are interlinkages in the price formation processes of these markets'.

markt niet te beperkt is voor effectief 'financieel' toezicht op de energiesector. Zou daarbij niet veel meer de consumentenbescherming die ziet op redelijke energieprijzen voor de kleinverbruiker en het veiligstellen van de leveringszekerheid centraal behoren te staan? Een redelijke prijs en leveringzekerheid zijn immers beide aspecten van de aanspraak die de (kleine) eindverbruiker maakt op de in de communautaire energiewetgeving verankerde universele dienstverlening, die door de omvangrijke derivatenhandel in de energiesector onder druk kan komen te staan. Het gaat hierbij om fundamentele zaken.

Een universele dienstverlening bestaat uit een gedefinieerd minimumpakket van diensten van een gegeven kwaliteit dat voor alle gebruikers, ongeacht hun geografische locatie, beschikbaar is voor een in het licht van de specifieke nationale omstandigheden betaalbare prijs.⁴¹ Deze ziet op voorzieningen die voor burgers maatschappelijk gezien van primair belang worden geacht, zoals elektriciteit, en houdt dus in beschikbaarheid van nutsdiensten voor een ieder, in het bijzonder voor consumenten, onder redelijke voorwaarden, zoals min of meer gelijke en betaalbare prijzen.⁴² De aanspraak daarop is voor de energiesector vastgelegd in art. 3 lid 3 Derde Elektriciteitsrichtlijn en in art. 3 lid 2 Derde Gasrichtlijn, zij het minder vergaand dan in de eerst genoemde richtlijn. De universele dienst voor de elektriciteitssector omvat een aantal in dit verband relevante elementen: ten eerste dat de levering van elektriciteit en van de daarmee samenhangende transportdiensten betaalbaar zijn, voorts dat gewaarborgd is dat de gekochte elektriciteit en gas geleverd worden (leveringszekerheid) en bovendien dat ook het transport daarvan gegarandeerd is.⁴³

De leveringszekerheid ziet dus op de continuïteit van de levering aan de verbruikers. Het Besluit leveringszekerheid beoogt deze te garanderen, echter alleen voor de kleinverbruikers.⁴⁴ Als een energieleverancier niet langer in staat is elektriciteit of gas te leveren ten gevolge van bijvoorbeeld een faillissement, dient dit bedrijf onverwijld de minister, TenneT en GTS, beheerders van de landelijk transportenergienetten, te informeren. Vervolgens wordt het bestand aan kleinverbruikers verdeeld over andere leveranciers om in de levering van elektriciteit respectievelijk gas te voorzien.⁴⁵ De leveringszekerheid is daarentegen niet wettelijk gewaarborgd voor grote zakelijke afnemers. Een zakelijke afnemer loopt ingeval zijn leverancier failliet gaat mogelijk een groot (financieel) risico, doordat hij elders tegen wellicht veel hogere energieprijzen elektriciteit dient in te kopen om in zijn bedrijfsvoering te voorzien.

Voorts dient de 'fysieke' aflevering of het transport van elektriciteit voldoende verzekerd te zijn,⁴⁶ wat voor elektriciteit een precaire aangelegenheid is. Elektriciteit is immers een goed dat, anders dan bij andere goederen, weliswaar technisch wel, maar vooralsnog niet economisch verantwoord valt op te slaan. Er kan teveel of te weinig elektriciteit op het net terecht komen, wat tot storingen kan leiden. Ter voorkoming van stroomstoringen dient de hoeveelheid elektriciteit op het net continu in evenwicht te zijn om de 'juiste' spanning op het net te handhaven. Daartoe dienen aanbod, de daarmee samenhangende productie en afname van elektriciteit steeds in evenwicht te zijn. Met de handhaving van de fysieke balans op het net en verlening van de daarbij behorende systeemdiensten is TenneT belast. TenneT voorziet daarin door elektriciteittoevoer 'af te kopen' om een dreigend

overschot op het net te voorkomen of door elektriciteit in te kopen bij een dreigend tekort op het net. TenneT opereert hiertoe op energiemarkten, de zogeheten onbalansmarkten.⁴⁷ TenneT is daarbij mede afhankelijk van de prijzen die grote energiebedrijven hanteren. De kosten van de balanshandhaving worden vervolgens aan de eindverbruikers in de vorm van een tarief voor verleende systeemdiensten doorberekend.

5. De betrokken risico's: prijsvorming, betaalbaarheid, levering en transport

5.1 Inleiding

Een risicovolle handel in energiecontracten kan de vorming van de energieprijzen sterk beïnvloeden. Daardoor zouden (uiteindelijk) het consumentenbelang, het belang van de leveringszekerheid, alsmede een gegarandeerd energietransport ernstig benadeeld kunnen worden. Om te beoordelen of het bestaande financiële toezicht toereikend is om deze belangen te beschermen, is het nodig om de betrokken risico's te benoemen. Mogelijke gevolgen van deze risico's worden hierna in kaart gebracht. Het is van belang dat daarover

41. E. van Damme, J. Jansen, J. Potter, T. ten Raaij en V. Verouden, Universele dienstverlening. Marktwerking ten bate van iedereen, Ministerie van Economische Zaken 1998; W. Devroe, 'Universele dienstverlening', als nieuwe manier van denken', *SEW* 2000, p. 82-95.
42. Notitie 'Publieke belangen en marktordening. Liberalisering en privatisering in netwerksectoren', *Kamerstukken II* 1999//2000, 27 018, nr. 1, p. 8-10. Zie verder S. Pront-van Bommel, 'Particuliere elektriciteitsnetten onder communautair vuur?', *SEW* 2009, nr. 102.
43. Art. 3 lid 3 Tweede Elektriciteitsrichtlijn (Richtlijn 2003/54/EG). Vgl. art. 3 Tweede Gasrichtlijn (Richtlijn 2003/55/EG) die overigens op dit punt minder duidelijke aanspraken van de kleinverbruiker bevat. Zie: art. 3 lid 3 en de overwegingen 23 en 24 van de considerans van richtlijn 2003/54/EG (Tweede Elektriciteitsrichtlijn).
44. Besluit leveringszekerheid Elektriciteitswet 1998 van 14 februari 2006, *Stb.* 2006, nr. 104. Leveringszekerheid wordt in art. 1 lid 1 aanhef en onder ad, E-wet 1998 zeer algemeen omschreven: 'het vermogen van een net om elektriciteit te leveren aan afnemers'. Vgl. het Besluit leveringszekerheid Gaswet van 13 april 2004, *Stb.* 2004, nr. 170, dat gebaseerd is op art. 10 van de Gaswet.
45. M.C. van Oostveen en C.M.G.J. Pastoors, Leveringszekerheid omtrent elektriciteit, *TvI*, 2008, afl. 6.
46. Art. 4 Derde Elektriciteitsrichtlijn ziet op leverings- en voorzieningszekerheid.
47. Art. 16 lid 2 aanhef en onder a Elektriciteitswet. Op grond van het zevende lid van dit artikel moet TenneT als zij elektriciteit dient in te kopen ter uitvoering van zijn wettelijke taken, dit doen op basis van een transparante, niet-discriminatoire en marktconforme procedure. Art. 31 heeft betrekking op tariefstructuren. Het eerste lid aanhef en sub g bepaalt: 'Met inachtneming van de in art. 26b bedoelde regels zenden de gezamenlijke netbeheerders aan de raad van bestuur van de mededingingsautoriteit een voorstel voor de door hen jegens afnemers te hanteren voorwaarden met betrekking tot [...] de wijze waarop de netbeheerder van het landelijk hoogspanningsnet uitvoering geeft aan zijn taak de leveringszekerheid te waarborgen en de wijze waarop productiereservecapaciteit wordt aangehouden en ingezet'.

duidelijkheid bestaat om te kunnen beoordelen of het toezicht op energiederivaten toereikend is. Dit geschiedt vooral met betrekking tot de elektriciteitssector, omdat de bescherming van de kleinverbruiker in deze sector immers het zwaarst weegt.

5.2 Marktmisbruik en de adviezen van ERGEG en CESR

In de eerste plaats wordt genoemd het risico van marktmisbruik. ERGEG en CESR hebben de Europese Commissie vooral vanwege dit risico geadviseerd om de in paragraaf 3 beschreven toezichtbepalingen in de Derde Energierichtlijnen op te nemen. 'Market abuse' heeft in dit verband overigens een andere betekenis dan misbruik van een machtspositie in algemeen mededingingsrechtelijke zin. 'Market abuse' betreft bijvoorbeeld handelen met voorwetenschap met betrekking tot energiederivaten, 'insider trading' en prijsmanipulatie door het innemen van bepaalde marktposities, onder meer op onbalansmarkten of een energiebeurs. Dit kan ook aan de orde zijn bij handel in energiederivaten.

Tegengaan van marktmisbruik wordt door de Europese Commissie en ERGEG en CESR relevant geacht voor een goed functioneren van de markt. Factoren die het goed functioneren daarvan bepalen, zijn prijsbepaling vrij van manipulatie en van misbruik van een marktpositie, liquiditeit, efficiency en volledigheid van een markt. Een markt is, kort gezegd, liquide als er veel kopers en verkopers zijn die op een eenvoudige manier direct toegang tot elkaar kunnen krijgen. Wat de transparantie van de markt betreft, is het ook nodig dat marktpartijen kunnen beschikken over informatie over de marktprijzen. Als een koper of verkoper verdwijnt van de markt, dan heeft dit in een liquide markt geen noemenswaardig effect op de prijs. Een voldoende liquide en transparante energiemarkt zou bijdragen aan het slechten van toetredingsdrempels voor nieuwe marktpartijen. Dit zou investeerders de mogelijkheid geven om te bepalen of en wanneer er in de markt behoefte en ruimte is voor (nieuwe) investeringen in productie- en leveringscapaciteit.⁴⁸ Vooral op deze punten functioneert de elektriciteitssector volgens de CESR en de ERGEG onvoldoende.⁴⁹

Het risico van prijsopdrijving door eventuele marktmanipulaties en ondoorzichtige marktstructuren kan door het bijzondere karakter van elektriciteit voor de elektriciteitssector versterkt worden. Deze valt immers, het kwam hiervoor al ter sprake, niet tegen economische verantwoorde kosten op te slaan. Daadwerkelijke afname en gebruik zijn veelal niet nauwkeurig te plannen. Marktpartijen kunnen zodoende in een 'dwangpositie' komen te verkeren om elektriciteit te kopen of te verkopen. In de praktijk is APX-Endex veelal de aangewezen marktplaats. De noodzaak om vanwege een tekort of overschot energie te kopen kan leiden tot 'onvoorziene' hoge of tot lage energieprijzen, temeer in een markt met een beperkt aantal grote spelers. De prijsvorming op de energiebeurs werkt door naar de OTC-markt, waar de prijsvorming veelal gekoppeld is aan die op APX-Endex.

De prijsvorming op de whole-sale markt en de beurzen werkt vervolgens door in de prijsvorming op de hiervoor genoemde 'onbalansmarkten', waarop TenneT is aangewezen om elektriciteit in te kopen of te verkopen in het kader van haar voormelde taak om de fysieke balans op het net te handhaven.⁵⁰ Op deze markten kunnen bepaalde partijen aanbieden om op korte termijn meer dan wel minder elektriciteit op het elektriciteitsnet in te voeden of van het net af te nemen ter handhaving van de balans op het net door Ten-

neT. Het zijn meestal de grote 'conventionele' elektriciteitsproducenten die op deze markten opereren. TenneT kan zijn wettelijke taak niet uitvoeren zonder partijen die bereid zijn financiële posities in te nemen, aangezien TenneT op grond van de toepasselijke bepalingen uit de Codes van de NMa, wetgeving in materiële zin, op het aanbod van deze partijen is aangewezen. De prijs die TenneT betaalt voor in- en verkoop van elektriciteit in het kader van zijn taak om de 'fysieke' balans op het net te handhaven, wordt omgeslagen over de aangesloten op het net. Ook daarvoor geldt dat misbruik van een marktpositie een risico is, dat op de loer ligt op een markt met een beperkt aantal grote spelers met dominante posities. De kosten die zijn gemoeid met de handhaving van de balans op het net, berekent TenneT door in de tarieven die zij eindverbruikers voor systeemdiensten in rekening brengt. Uiteindelijk betaalt dus - het kwam reeds ter sprake in de vierde paragraaf - de eindverbruiker de eventuele prijsverhoging op de onbalansmarkten.

5.3 Faillissement van een groot energiebedrijf

Het afsluiten van energiecontracten, ook energiederivaten, vergt meestal substantiële bedragen als onderpand tot zekerheid van nakoming van de overeenkomst, zogenaamde 'financial securities' oftewel 'collaterals', temeer als dit plaatsvindt op de bilaterale markt. De omvang van de zekerheden die worden gevraagd, is mede afhankelijk van de rating die de betrokken marktpartij van een rating-agency verwerft. Als een marktpartij in een dwangpositie geraakt om (extra) elektriciteit tegen onvoorziene hoge prijzen in te kopen, een elektriciteitsoverschot tegen onvoorziene lage prijzen te verkopen, of een omvangrijk derivatenpakket af te waarderen vanwege sterk fluctuerende prijzen, kan de rating neerwaarts worden aangepast en zijn financiers veelal op basis van bestaande (standaard)contracten gerechtigd om eenzijdig aanvullende zekerheden te eisen. Dit leidt tot extra kosten en eventueel tot omvangrijke verliezen voor het betrokken energiebedrijf, met mogelijk zelfs een dreigend faillissement.

48. Een toezichtmodel voor de Nederlandse stroom- en gasbeurzen, Advies van de NMa (Dte) aan de minister van Economische Zaken, Den Haag, september 2005, p. 27 e.v.

49. Vgl. NMa, Advies aan de minister van Economische Zaken, Den Haag, september 2005, p. 5, 9 en par. 2; NMa, Marktmonitor, ontwikkeling van de groothandelsmarkt voor elektriciteit 2004-2005, juli 2005; het rapport NMa, Monitor energiemarkten 2007, Analyse van ontwikkelingen in de Nederlandse groothandelsmarkten voor gas en elektriciteit, Den Haag, september 2008, bijv. p. 9 e.v. par. 2.3 en 3.4.3.

50. Art. 16 lid 2 aanhef en onder a Elektriciteitswet. Op grond van het zevende lid van dit artikel moet TenneT als zij elektriciteit dient in te kopen ter uitvoering van haar wettelijke taken, dit doen op basis van een transparante, niet-discriminatoire en marktconforme procedure. Art. 31 lid 1 aanhef en onder g heeft betrekking op tariefstructuren: 'Met inachtneming van de in art. 26b bedoelde regels zenden de gezamenlijke netbeheerders aan de raad van bestuur van de mededingingsautoriteit een voorstel voor de door hen jegens afnemers te hanteren voorwaarden met betrekking tot [...] de wijze waarop de netbeheerder van het landelijk hoogspanningsnet uitvoering geeft aan zijn taak de leveringszekerheid te waarborgen en de wijze waarop productiereservcapaciteit wordt aangehouden en ingezet'.

Een faillissement van een groot energiebedrijf kan in een markt waarin een aantal grote energiebedrijven dominante marktposities inneemt, sterk prijsopdrijvend werken. Ingeval van een faillissement van een energiebedrijf zijn afnemers genoodzaakt elders de door hen benodigde elektriciteit te betrekken. Het Besluit leveringszekerheid voorziet erin dat de kleinverbruiker wordt voorzien van elders verkregen elektriciteit tegen dezelfde prijs. Voor de meeste zakelijke afnemers geldt een dergelijke vergaande bescherming echter niet. Zij kunnen in de positie komen te verkeren dat zij daarna tegen veel hogere prijzen elders (opnieuw) hun elektriciteit moeten inkopen. Dit kwam in de vorige paragraaf reeds ter sprake.

Het risico van een faillissement van een groot energiebedrijf reikt mogelijk verder en kan ook ingrijpende consequenties hebben voor de continuïteit van het transport van energie over het net. De mogelijke gevolgen van de eventuele realisatie van dit risico, hoe klein de kans daarop door velen ook wordt geacht, nopen ertoe deze verder te benoemen. Als een grote producent onverwacht zijn productie stopt, wat zou kunnen gebeuren als een daarmee verbonden grote energieleverancier failliet gaat, is het de vraag of TenneT daarop adequaat kan inspelen en elders tijdig voldoende elektriciteit kan inkopen om de fysieke balans op het net te handhaven. Aangesloten op het net zijn op grond van hun wettelijk geregelde programmaverantwoordelijkheid weliswaar verplicht om continu aan TenneT informatie door te geven over de hoeveelheid elektriciteit die zij van plan zijn op het net in te voeren en van het net af te nemen.⁵¹ Dit geldt ook voor de betrokken producent. Niettemin is deze informatieplicht mogelijk niet toereikend voor TenneT om, als een grote producent 'onverwacht' stopt met het invoeden van elektriciteit op het net, direct in te grijpen, terwijl gelet op de eigenschappen van elektriciteit onmiddellijk ingrijpen noodzakelijk is. Ook de informatieverplichting die geldt op grond van het voormelde Besluit leveringszekerheid biedt mogelijk te weinig garanties daartoe, alleen al omdat dit enkel van toepassing is op energiebedrijven die aan kleinverbruikers leveren. Productiebedrijven leveren daarentegen veelal alleen aan zakelijke afnemers. Bovendien bestaan er onvoldoende duidelijke wettelijke garanties dat in geval van een faillissement van een energiebedrijf betrokken schuldeisers, de curator of andere partijen tijdig toereikende voorzieningen kunnen en moeten treffen om TenneT in staat te stellen daadwerkelijk de continuïteit van de invoeding van elektriciteit op het net te waarborgen.⁵² Dit risico is beperkt, mede vanwege de (maatschappelijk) rol die banken mogelijk in de praktijk vervullen bij afwikkeling van grote schulden die een energiebedrijf niet kan voldoen, maar valt niet uit te sluiten.

Een faillissement van een energiebedrijf is wel degelijk een reëel risico's gelet op bijvoorbeeld recente berichtgeving over het in de problemen geraakte Noorse duurzame energiebedrijf Eco Energi. Dit is eigendom van de gemeente Oslo en goed voor de productie van 9,7 TWh waterkracht, oftewel vergelijkbaar met bijna 10% van het Nederlandse energieverbruik. Op 5 december 2008 maakte het Noorse bedrijf Eco Energi bekend verliezen te hebben geleden op 'ongeautoriseerde' handelstransacties.⁵³ Ter illustratie wordt ook de 'aanzienlijke' handelsportefeuille van Essent genoemd, die aanvankelijk aanleiding voor RWE was om voor het overnamebod een bandbreedte en geen specifieke prijs te hanteren, om daarmee eventuele verliezen op de ingeno-

men marktposities op de huidige aandeelhouders van Essent te kunnen afwentelen.⁵⁴ Voorts wordt het faillissement van InfraXSEnergy in 2003 in herinnering gebracht, dat was veroorzaakt door een eenzijdige beëindiging van een leveringscontract. Producent E.ON had op 13 augustus 2003 met onmiddellijke ingang de leveringsovereenkomst met dit energiebedrijf ontbonden, toen deze niet kon voorzien in de gevraagde extra zekerstellingen.⁵⁵

5.4 Voor wie is het risico van volatiliteit van energieprijzen?

'Gedwongen' koop en verkoop van elektriciteit tegen ongunstige prijzen, prijsfluctuaties, en mogelijk marktmisbruik betreffen in de eerste plaats de prijsvorming op de wholesale markt, maar raken uiteindelijk ook de belangen van de (kleine) eindverbruiker. Hoge prijzen op de wholesale markt werken immers al gauw door in de prijzen die consumenten voor de afname van elektriciteit betalen in een markt waarin een aantal grote energiebedrijven dominante posities inneemt.

51. Par. 3 Systeemcode.
52. Par. 31id1 Systeemcode kent een voorziening in geval van onder meer een faillissement of surséance van betaling van een leverancier. Daarin lijken echter vanwege de ruime formulering van de taak van TenneT en de verantwoordelijkheden van de curator onvoldoende waarborgen opgenomen te zijn om de continuïteit van voorzieningszekerheid te verzekeren.
53. De totale omvang van de verliezen werd door het bedrijf niet bekend gemaakt. De CEO trad af en de handelaar werd geschorst. Het bedrijf maakte bekend de noodzakelijke activiteiten te hebben ondernomen om verdere schade te voorkomen. Zie over de 'verpakkingsindustrie' (securitisatie) van Gazprom in Nederland: Jan Meeus, 'Een markt van 8000 miljard', in: *NRC Handelsblad*, 14 november 2008, p. 13-14. Pim Kakebeeke, Enkele bedrijven, waaronder EON, werden in het derde kwartaal geconfronteerd met een fors verlies op derivatencontracten in energie, *FD*, 1 december 2008.
54. Heiko Jessayan, 'Toezicht op handel van energiebedrijven is een 'blinde vlek'; Bedrijven lopen miljardenrisico's door speculatie', *FD*, 9 januari 2009. Het artikel meldt dat de handelsactiviteiten in de energiesector vele malen groter zijn dan hun kernactiviteiten; er zouden jaarlijks vele tientallen miljarden in omgaan. 'Maar adequaat toezicht op de risico's die energiebedrijven daarbij lopen, is volstrekt afwezig. De energiebedrijven verlaten zich enkel op interne risicobeheerssystemen'. Inmiddels ligt er, na het boekenonderzoek door RWE van Essent, een bod van 9,3 miljard euro, zo meldt het NRC van dinsdag 13 januari 2009. Dat boekenonderzoek was nodig i.v.m. 'de handelsposities die het op de markt voor onder meer olie, kolen en gas heeft ingenomen. Eind juli had Essent voor ruim 5 miljard euro aan derivaten op de balans staan. In de plotseling neergaande markt zijn daaraan extra risico's verbonden', zo meldt het FD op 8 januari 2009. Inmiddels is op vrijdag 20 februari 2009 de Sales and Purchase Agreement tussen RWE en Essent formeel getekend. Zie de website van Essent.
55. Zie het faillissementsverslag (1e) d.d. 24 september 2003; bij besluit van 8 maart 2008 de minister van EZ is de vergunning om te leveren van gas aan kleinverbruikers van Go Energy B.V. ingetrokken wegens financiële problemen (nr. 102526-2).

Prijsfluctuaties behoren in beginsel tot het normale bedrijfs- en maatschappelijk risico. Energiehandel zou gezien vanuit genoemde doelstellingen van energiewetgeving alleen regulering en overheidstoezicht vergen, voor zover één van de genoemde doelstellingen van de energiewetgeving in het geding is, zijnde behalve een goed functionerende markt, ook het waarborgen van elektriciteit voor kleinverbruikers tegen 'redelijke' prijzen, alsmede van de leveringszekerheid.

De genoemde nieuwe communautaire administratie- en informatieverplichtingen zijn primair bedoeld om een goed functionerende markt te waarborgen en marktmisbruik tegen te gaan. Het waarborgen van de leverings- en voorzieningszekerheid was niet prominent aan de orde, gelet op voornamelijk de risico's, mogelijk echter ten onrechte.

5.5 Monitoring van risico's

Ofschoon heden al op basis van bestaande toezichtbevoegdheden in belangrijke mate 'financieel' toezicht op de elektriciteitssector kan worden uitgeoefend, is dit toezicht in de praktijk beperkt. Dit heeft te maken met het volgende.

De raad van bestuur van de NMa heeft een beperkte opvatting over het uit te oefenen *beurstoezicht*. Deze beschouwt de handel op de elektriciteitsbeursen, in ieder geval tot voor kort, vooral als een kwestie van zelfregulering, derhalve als primair een kwestie van het door de exploitant van de beurs uit te oefenen private toezicht. De risico's die verbonden zijn aan de handel op de beurs, alhoewel niet voor 100% afwezig, hebben volgens de raad van bestuur een relatief beperkt effect op de liquiditeit, de leveringszekerheid en de prijsstabiliteit op de Nederlandse groothandelsmarkt voor elektriciteit en gas. Een en ander valt terug te lezen in het advies van de NMa 'Een toezichtmodel voor de Nederlandse stroom- en gasbeursen' van 2005. De raad van bestuur van de NMa kwam tot deze bevinding onder meer vanwege het feit dat APX geen afgeleide financiële producten zoals derivaten aanbood.⁵⁶ Inmiddels is dit door het samengaan van APX met Endex achterhaald. Uitbreiding van de activiteiten van APX zijn reden om het bestaande overheidstoezicht opnieuw op de elektriciteitsbeursen te onderzoeken en te bezien of dat nu nog toereikend wordt geacht.

Ook is, voor zover valt na te gaan, geen sprake van een algemeen toezicht van de raad van bestuur van de NMa op risico's en onregelmatigheden die specifiek samenhangen met de financiële aspecten van de handel in elektriciteitscontracten op de OTC-markt. Voor zover valt na te gaan, zijn de voormelde risico's en de mogelijke consequenties als deze zich realiseren, nog nauwelijks in kaart gebracht.

6. Slotbeschouwingen

Energiestromen zijn in toenemende mate veelal ook omvangrijke financiële stromen geworden. De financiële handel in de energiesector is zelfs vele malen groter dan de kernactiviteiten transport en distributie, opwek en verkoop door de energiebedrijven.⁵⁷ Deze handel bestaat voor een belangrijk deel uit energiederivaten, financiële instrumenten in de zin van de Wft. De elektriciteitssector en de financiële sector raken daarmee steeds meer met elkaar verweven, temeer omdat ook financiële en beleggingsinstellingen in de energiesector actief zijn, in de bilaterale handel en op de energiebeursen. Daarmee nemen de met de energiehandel gepaard gaande financiële risico's toe.

Financieel toezicht op de energiesector in aanvulling op het toezicht van de Wft is gerechtvaardigd gelet op risico's die mogelijk zijn verbonden aan de toenemende financiële stro-

men in de energiesector, de betrokken belangen van een goede marktwerking, de aanspraak van de consument op levering van elektriciteit tegen een redelijke prijs, alsmede de leveringszekerheid en zelfs de continuïteit van het energietransport. Dit aanvullende toezicht kunnen de raad van bestuur van de NMa en de minister heden momenteel al deels op basis van bestaande bevoegdheden in de Elektriciteitswet en Gaswet uitoefenen.

In de praktijk is dit toezicht voor zover valt na te gaan beperkt. Voor zover in de praktijk sprake is van een financieel toezicht op de energiesector, is dit vooral gericht op een goed functioneren van de markt en in mindere mate op consumentenbescherming, het waarborgen van leveringszekerheid en continuïteit van transport, belangen die eveneens in de energiewetgeving bescherming hebben gevonden. Dit is een gebrek, gelet op de in dit artikel beschreven risico's.

Het toezicht van de minister en de raad van bestuur van de NMa zou in eerste instantie betrekking moeten hebben op het verder in kaart brengen van de beschreven risico's bezien in het licht van de algemene belangen die in de Elektriciteitswet en Gaswet bescherming hebben gevonden. Dit zou vooralsnog kunnen bestaan uit een monitoring. Wenselijk is dat in een vervolg op het door de NMa in 2005 verrichte onderzoek een herhaalde risicoanalyse plaatsvindt en dat deze niet beperkt blijft tot de handel in derivaten op de energiebeurs, maar ook betrekking heeft op de bilaterale handel in derivaten in de energiesector. Over de met de financiële handel in de energiesector gemoeide risico's is immers nog weinig bekend. Wellicht worden deze onderschat. De te verwachten toekomstige implementatie van administratie- en informatieverplichtingen van elektriciteitsleveranciers uit de recent in werking getreden Derde Energierichtlijnen breidt de toezichtmogelijkheden uit. De verplichting tot deze uitbreiding van de toezichtstaak van de raad van bestuur van de NMa, is overigens wel afhankelijk gesteld van het vaststellen van richtsnoeren door de Europese Commissie. Het is nog onduidelijk of en wanneer dit geschiedt.

Ingeval een energiebedrijf dat (ook) levert aan kleinverbruikers, bezien vanuit de belangen die beschermd worden in de energiewetgeving, onaanvaardbare risico's neemt met handel in energiederivaten, is de 'energy regulator' momenteel bevoegd om op grond van zijn algemene toezichtbevoegdheden maatregelen te nemen en zou deze zelfs in dat kader voorwaarden aan het betrokken energiebedrijf kunnen stellen over in te nemen handelsposities als dit bedrijf levert aan kleinverbruikers. Het zal echter geen eenvoudige opgave zijn om daarin met inachtneming van alle betrokken belangen adequaat te voorzien, alleen al omdat duidelijke materiële maatstaven om de risico's te beoordelen niet voor handen zijn. Prangende vragen die voorliggen, zijn onder meer: wanneer is sprake van marktmisbruik, en wanneer is de handelspositie van een energiebedrijf dermate riskant is vanwege zijn handelsportefeuille alsmede gebrek aan voldoende zekerheden, dat het geven van aanwijzingen respectievelijk het nemen van overheidsmaatregelen, gelet om de algemene

56. Een toezichtmodel voor de Nederlandse stroom- en gasbeursen, Advies van de NMa (Dte) aan de minister van Economische Zaken, Den Haag, september 2005, p. 16 en 17.

57. Zie: Jan Meeus, 'Een markt van 8000 miljard. Nederland financieel innovatieland voor bedrijven als Gazprom', in: *NRC Handelsblad*, 14 november 2008, p. 13-14.

belangen die in de energiewetgeving bescherming hebben gevonden, gerechtvaardigd is?

Bovendien is het effectiever als monitoring van betrokken risico's tevens op communautair niveau geschiedt, aangezien grote energiebedrijven internationaal opereren. De Energiekamer zou daartoe kunnen samenwerken met energietoezichthouders van de andere lidstaten in het kader van het recent opgerichte Agentschap voor de samenwerking tussen de energieregulators. Het Agentschap, een communautair orgaan met rechtspersoonlijkheid, is op 13 juli 2009 opgericht.⁵⁸ De samenwerking waarin het nieuwe Agentschap beoogt te voorzien, dient om de regelgevingkloof met betrekking tot energie te dichten en bij te dragen tot een efficiënte werking van de interne markten voor elektriciteit en aardgas. Het is bevoegd om, voor zover het onderwerp tot zijn taak behoort, als ultimum remedium bindende besluiten te nemen bij meerderheid van stemmen.⁵⁹ Van belang is in dit verband dat de taken van het Agentschap niet limitatief zijn opgesomd.⁶⁰

Toezicht op de derivatenhandel van energiebedrijven is derhalve gecompliceerd en aan belangrijke beperkingen onderworpen. De mogelijkheden daartoe zijn beperkt niet zozeer vanwege het ontbreken van voldoende bevoegdheden van de toezichthouder, temeer na volledige implementatie van art. 40 van de Derde Elektriciteitsrichtlijnen en art. 44 Derde Gasrichtlijn. Reden is vooral een gebrek aan duidelijke materiële maatstaven op basis waaraan de financiële positie van energiebedrijven kan worden beoordeeld.

-
- 58. Dit is geschied bij verordening nr. 713/2009 van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot oprichting van een Agentschap voor de samenwerking tussen energieregulators.
 - 59. Welke meerderheid vereist is, verschilt per besluit/orgaan van het Agentschap.
 - 60. Vgl. art. 38 Derde Elektriciteitsrichtlijn en art. 42 Derde Gasrichtlijn.