

03

De gastermijnmarkt

Analyse over de werking van
de gastermijnmarkt





3.1 Inleiding

Na jaren van relatief stabiele gasprijzen is het dit jaar zeer onrustig op de gasmarkt. Vooral onder invloed van de oorlog in Oekraïne en het sterk afgenomen aanbod van Russisch gas is grote druk ontstaan op het aanbod van gas in Europa. Ook de snel afgenomen productie met oog op de voorgenomen sluiting van het gasveld in Groningen, een van de grootste aardgasvelden ter wereld, speelt een rol. Gas heeft bovendien als relatief schoon alternatief voor meer vervuilende fossiele brandstoffen zoals kolen een belangrijke rol gekregen in de energietransitie, wat de vraag verhoogt. Met name in het afgelopen jaar is de gasprijs explosief gestegen. Dit heeft verstrekkende gevolgen voor iedereen. Als toezichthouder op een van de belangrijkste handelsplaatsen van gas, de Nederlandse gastermijnmarkt, houden we de ontwikkelingen op de gasmarkt nauwlettend in de gaten. Het goed blijven functioneren van de gastermijnmarkt is voor ons het belangrijkste aandachtspunt.

In deze analyse gaan we dieper in op het functioneren van de gastermijnmarkt en de risico's die spelen in de huidige situatie. In paragraaf 2 lichten we actuele ontwikkelingen op de gasmarkt toe. In paragraaf 3 en 4 bespreken we de werking en het nut van de gasmarkt en de gastermijnmarkt. In paragraaf 5 komen de risico's voor het functioneren van de gastermijnmarkt aan de orde. Vanuit onze toezichtverantwoordelijkheid focussen we daarbij op risico's gerelateerd aan integer handelsgedrag, robuuste markten en financiële stabiliteit.

We concluderen dat de gastermijnmarkt functioneert zoals bedoeld. De roep om maatregelen in turbulente tijden is begrijpelijk, maar technische maatregelen op de gastermijnmarkt zijn geen alternatief voor de aanpak van vraag en aanbod op de gasmarkt. De gastermijnmarkt is het meest gebaat bij maatregelen die efficiënte prijsvorming en stabiele liquiditeit ondersteunen. Hierbij valt te denken aan het voorkomen of indammen van excessieve volatilititeit en het verstevigen van de liquiditeitspositie van marktpartijen. Generieke ingrepen, zoals het instellen van een maximale prijs waartegen gas verhandeld mag worden, kunnen onbedoelde negatieve gevolgen hebben.

3.2 Recente ontwikkelingen

Sinds begin 2021 is de gasprijs fors aan het stijgen. Waar de prijs in januari 2021 nog rond de €15 noteerde, handelde gas in september 2022 grofweg 15 keer zo hoog. Deze prijs piekte eind augustus rond de €350 per MWh, zie figuur 11. De gasprijs begon te stijgen met de heropening van de wereldeconomie na de COVID-19 lockdowns. Vervolgens dreven spanningen rond de aanloop van de oorlog met Oekraïne en de daadwerkelijke inval van Rusland de gasprijzen tot ongekende hoogte. De voornaamste aanjager van verhoogde prijsniveaus sinds begin 2022 is de beperkte levering van Russisch gas. Overheden maakten zich dan ook vooral druk of er wel genoeg gas zal zijn voor de winter. Om de gasvoorraden sneller dan gebruikelijk te vullen, besloten overheden de inkoop van gas ten behoeve van voorraden te bevorderen. Deze maatregel heeft het gewenste directe effect gehad, maar ook de onbalans tussen vraag en aanbod vergroot en prijsstijgingen aangejaagd.

Figuur 11. Volatiele stijging van de gasprijs sinds 2019.



Bron: Refinitiv.



Door de sterke prijsbewegingen (volatiliteit) kwam een aantal buitenlandse energiepartijen in financiële problemen. Onder andere de Duitse overheid moest bijspringen door het in liquiditeitsproblemen gekomen Uniper te nationaliseren. Hoewel er een aantal kleine energieleveranciers in Nederland failliet zijn gegaan door de hoge energieprijzen, zijn er tot op heden geen grote Nederlandse energiepartijen in liquiditeitsproblemen gekomen, mede omdat zij veelal onderdeel zijn van grote internationale concerns. Daardoor zijn deze partijen goed gekapitaliseerd en kunnen zij doorgaans makkelijker op korte termijn geld aantrekken.

Een tekort aan gas in de komende winters zou de grootste maatschappelijke problemen opleveren. Dit risico lijkt onder controle. De overheid verwacht dat de gasvoorraden inmiddels voldoende zijn aangevuld voor de komende winter. Wanneer zich extreme omstandigheden zouden voordoen (strengere winter, uitval kerncentrales, sabotage van essentiële infrastructuur) en er toch onvoldoende gas beschikbaar is, dan zullen overheden tot rantsoenering overgaan, bijvoorbeeld in de vorm van een gedwongen afschakeling van een deel van de industrie.

De hoge gasprijs heeft ernstige economische gevolgen, waardoor overheden besluiten in te grijpen. De hogere energielast neemt een grote hap uit de koopkracht van huishoudens, vermindert de rendabiliteit en (internationale) concurrentiekracht van ondernemingen, drijft de inflatie in algemene zin op, hindert de economische groei en leidt tot stijgende werkloosheid. Daardoor worden we met z'n allen armer, maar die verarming treft niet iedereen even hard. Acute problemen stapelen zich met name op bij de huishoudens die zich al in een kwetsbare positie bevinden. De stijging van de gasprijs is zo turbulent dat de Nederlandse politiek heeft besloten tot compensatie van huishoudens en een prijsplafond voor gas en elektriciteit in 2023. Overigens hebben dit soort maatregelen potentieel ook negatieve effecten. Zo kan een prijsplafond de prikkel om te besparen wegnemen. Verschillende andere Europese overheden hebben op een of andere manier ook ingegrepen om de gevolgen van de prijsstijging te verlichten.

De vraag rijst of de gastermijnmarkt nog goed functioneert onder de huidige turbulente marktomstandigheden. De leveringsonzekerheid en de hoge gasprijs hebben de gastermijnmarkt onder druk gezet. In hoeverre heeft dit ertoe geleid dat een aantal grote elektriciteitsleveranciers in acute liquiditeitsproblemen is gekomen? Schieten de vereiste 'buffervoorwaarden' hun doel voorbij? Komen er op dit moment kunstmatig hoge prijzen tot stand? Is de markt nog divers genoeg? Wat betekent een invoering van maximumprijzen voor de marktwerking? Wat zijn de gevolgen van de voorgestelde maatregelen voor het functioneren van de gastermijnmarkt? In deze analyse gaan we nader in op die vragen.

3.3 Werking van de gasmarkt

In Nederland bevindt zich de belangrijkste gashub van West-Europa.

Historisch gezien speelt Nederland een belangrijke rol op de Europese gasmarkt. Decennialang was Nederland een groot exporteur van gas. Daarnaast heeft Nederland, sinds de liberalisering van de gasmarkt begin 2000, veel geïnvesteerd in het gasnetwerk. Hierdoor kan Nederland zowel als importeur als exporteur functioneren en is er een open marktinfrastuctuur ontstaan. In 2003 heeft de huidige netbeheerder, Gasunie, het virtuele handelsplatform *Title Transfer Facility* (TTF) opgericht. Op dit platform wordt fysiek gas verhandeld dat in het Nederlandse gasnetwerk aanwezig is. Termijncontracten op dit gas worden verhandeld op het platform van ICE Endex in Amsterdam. De AFM is gezamenlijk met de ACM verantwoordelijk voor het toezicht op deze gecombineerde gasmarkten. Waar de AFM toeziet op de termijnhandel, ziet de ACM toe op de gasmarkt met een levertijd van minder dan twee dagen. De ACM richt zich in haar toezicht met name op de energieleveranciers en de netbeheerders van de energiemarkten.

3.3.1 Het fysieke gasnetwerk (GTS)

De Gasunie beheert het fysieke netwerk voor gasopslag en -transport.

Het Gas Transport System (GTS) bestaat uit aan- en uitleverpunten voor gas, waaronder havens, pijpleidingen, gasvelden en gasopslagen. Dit



netwerk zorgt ervoor dat gas kan worden geleverd aan gasgebruikers in Nederland (zoals energiebedrijven) en kan worden doorgevoerd naar het buitenland via pijpleidingen. Daarnaast kan het gas tijdelijk worden opgeslagen in opslagtanks of oude gasvelden. Dit Nederlandse netwerk is relatief uitgebreid, vanwege het belang van het gasveld in Groningen en omdat Nederland de ambitie heeft om te fungeren als de gasrotonde van Noordwest-Europa en dus heeft geïnvesteerd in dit netwerk.

Buitenlands gas komt het GTS binnen via pijpleidingen en LNG-terminals.

Om aardgas via leidingen te kunnen gebruiken moeten de pijpleidingen en het gassoort (hoog- of laagcalorisch) compatibel zijn. Niet elke regio is verbonden via pijpleidingen. Naast vervoer door pijpleidingen is het mogelijk aardgas dusdanig te koelen dat het vloeibaar wordt, waarna het mogelijk is dit vloeibare aardgas (LNG) wereldwijd te verschepen. LNG vereist wel behandeling voordat het in GTS geïnjecteerd kan worden. Via terminals moet LNG eerst verdampt worden voordat het weer het pijpleidingnetwerk kan betreden, een proces dat hervergassing wordt genoemd. Nederland heeft momenteel een operationele LNG-terminal in Rotterdam en een tweede terminal in de Eemshaven die vanaf september in gebruik is genomen. De totale Nederlandse hervergassingscapaciteit wordt in de toekomst, bij uitbereiding van de Rotterdamse terminal, ongeveer 24 miljard m³ per jaar. Ook vanuit het Belgische Zeebrugge kan LNG het Nederlandse gasnetwerk bereiken. Ter vergelijking, het totale gebruik van Nederland in normale tijden varieert van 38 tot 44 miljard m³ per jaar.

3.3.2 Gashandelsinfrastructuur (TTF)

Het verhandelen van gas in een netwerk vraagt om een daarop ingerichte handelsinfrastructuur. Gas wordt immers vaak in grote hoeveelheden (bulk) geleverd en zal moeten worden opgedeeld in kleinere eenheden voor de Nederlandse industrie en andere partijen. Om de handel en verdeling van gas te faciliteren is de *Title Transfer Facility* (TTF) opgericht. De TTF opereert als tegenpartij voor de fysieke levering van gas, zowel voor aanbieders als vragers, op het GTS. Zo levert de NAM haar gas uit de Groningse velden aan het GTS en krijgt het daarvoor betaald door de TTF. Omgekeerd levert de TTF gas aan Nederlandse energiebedrijven, die daarvoor de TTF

betalen. Op deze manier positioneert de TTF zich tussen de leverende en ontvangende partij. Daarom wordt de TTF ook wel het virtuele *entry* of *exit point* genoemd. In combinatie met gestandaardiseerde contracten zorgt dit ervoor dat een liquide markt is ontstaan voor de levering van gas binnen het Nederlandse (regionale) netwerk.

Gasmarkten zijn gefragmenteerd, er bestaat niet één wereldwijde prijs voor gas.

Door verschillende transmissiemechanismen (pijplijnen die niet op elkaar aansluiten), kosten van hervergassing (LNG) en transportkosten ontstaan verschillen (of spreads) tussen bijvoorbeeld de Europese aardgasprijs (TTF), de Amerikaanse gasbenchmark (Henry Hub) en de Japans/Koreaanse gasprijs (JKM). Verschillende gasprijzen zijn uiteraard wel gecorreleerd. Als gas in een bepaalde regio erg goedkoop is, kan er – gegeven beschikbare capaciteit – LNG van worden gemaakt om te verschepen naar regio's waar gas op dat moment duurder is. Azië is traditioneel een concurrent in de biedingsstrijd om LNG. Daarom kijkt de markt naar het verschil – de spread – tussen de prijs voor gas in Europa (TTF) en Azië (JKM) om te bepalen waar schepen met LNG naartoe gaan. Vooralsnog hebben zich geen grote tekorten voorgedaan in Europa, omdat Europa – mede dankzij de hoge TTF-prijs – succesvol in staat is geweest om de mondiale LNG-markt aan te boren. In deze analyse richten we ons overigens op de groothandelsprijs van gas. Er is er ook een consumentenprijs van gas. Deze prijs is afhankelijk van extra kosten zoals belasting en kosten voor het netbeheer. Daarnaast speelt de manier waarop de specifieke consumentenmarkt in elkaar steekt een belangrijke rol. In elk land is dat weer anders. In Nederland ziet de ACM toe op een eerlijke werking van de consumentenmarkt.

3.4 De gastermijnmarkt

De gasmarkt kent een spotmarkt en een termijnmarkt. Op de spotmarkt koopt of verkoopt een marktpartij gas waarvan de levering direct of op korte termijn plaatsvindt, maximaal binnen één dag (day-ahead contract). Deze gasspotmarkt staat onder toezicht van de Autoriteit Consument



en Markt (ACM). De, in Nederland verhandelde, TTF-gascontracten met een leveringstermijn van twee of meer dagen kwalificeren als financiële instrumenten en vallen daarom onder toezicht van de AFM. Deze TTF-derivaten zijn voornamelijk termijncontracten, of futures, waarbij gas op een moment in de toekomst moet worden geleverd. Het gaat om grote verhandelde bedragen. Zo is de onderliggende waarde van een gestandaardiseerd maandcontract ongeveer gelijk aan het gemiddelde gasverbruik van 50 huishoudens per jaar.

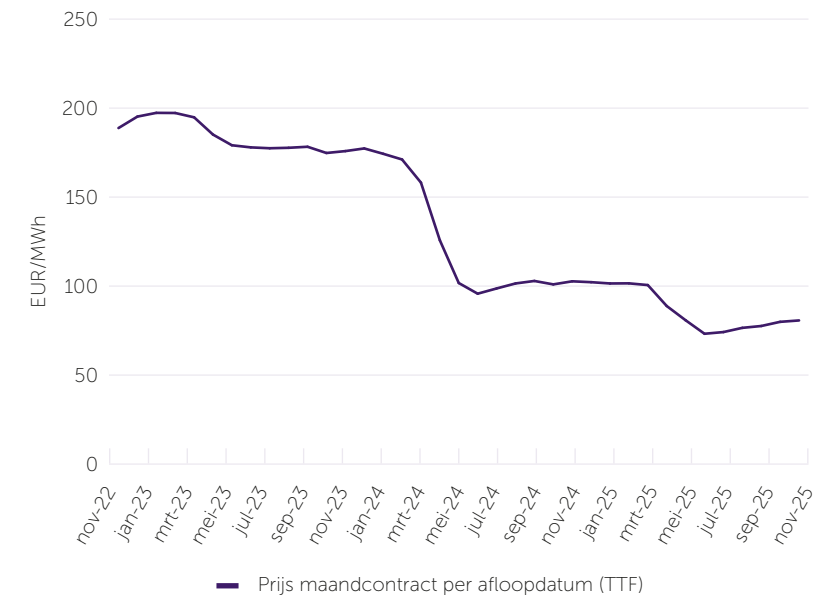
De handel in TTF-termijncontracten vindt voor een belangrijk deel plaats op specifiek op grondstoffen gerichte handelsplatformen. Het grootste handelsplatform is ICE Endex, dat zich in Nederland bevindt. Ook op andere beurzen kan TTF-gas worden verhandeld zoals bijvoorbeeld EEX. Daarnaast is het mogelijk gasderivaten bilateraal te verhandelen op de OTC-markt. Het afgelopen jaar werd gemiddeld ongeveer 80% van alle TTF-gascontracten-transacties uitgevoerd op handelsplatformen en 20% bilateraal. Omdat op platformen veelal sprake is van een transparante en liquide markt, en van verminderd tegenpartijrisico dankzij *centrale clearing* (zie 3.4.2 clearing-structuur), geven marktparticipanten in het algemeen steeds vaker de voorkeur aan handel op een platform zoals ICE Endex. Op dit moment staan ongeveer een miljoen contracten open op ICE Endex.

3.4.1 De functie van de gastermijnmarkt

Termijnmarkten vervullen een vitale functie door risicomitigatie mogelijk te maken. Risicoafdekking stelt partijen in staat om gedegen investeringsbeslissingen te nemen en projecten te ondernemen die zonder risicomitigatie mogelijk te riskant zijn. Een belangrijke functie van de gastermijnmarkt is dat het bedrijven die gas in- of verkopen de mogelijkheid biedt om een toekomstige gasprijs vast te zetten en zich in te dekken tegen koersschommelingen. Denk bijvoorbeeld aan energieproducenten en energieleveranciers die door te handelen in de termijnhandel respectievelijk hun verkoopprijzen en inkooprijzen voor langere tijd kunnen vastzetten. Hier zijn consumenten ook bij gebaat. Een voorbeeld hiervan zijn energieleveranciers die aan de ene kant vaste contracten met consumenten afsluiten en andere kant hun verplichtingen indekken op de termijnmarkt. De forward curve

geeft de prijs van gas op verschillende momenten in de toekomst weer, zie ook figuur 12.

Figuur 12. De markt verwacht nog langere tijd hoge gasprijzen (forward curve van 30 september 2022).



Bron: ICE Endex.

De termijnmarkten dragen bij aan prijsvorming. De Nederlandse gastermijnmarkt is liquide en kent grote omzetten. Zij bevat daarom veel informatie over toekomstige gasspotprijzen en fungeert als referentieprijs voor gas in Noordwest-Europa. Dit betekent dat marktparticipanten zich een beeld vormen van een juiste en eerlijke prijs voor gas op basis van de prijs die tot stand komt op de Nederlandse gastermijnmarkt. Het grote voordeel van de gastermijnmarkt is dat er veel meer verhandeld kan worden dan op de fysieke gasmarkt, omdat termijncontracten niet direct geleverd hoeven te worden.



'De' Europese gasprijs komt tot stand in Amsterdam, onder toezicht van de AFM. Specifiek geldt het 'front-month' contract – dat op ICE Index verhandeld wordt – als de Noordwest-Europese gasprijs. Dat is het eerstvolgende te vervallen maand-contract (e.g. in augustus kijken we naar het contract dat vervalt per 1 september). Deze prijs is de marktprijs op de verschillende handelsplatformen maar heeft ook invloed op bilaterale (over-the-counter) transacties.

Efficiënte prijsvorming op de gastermijnmarkt dient het publieke belang. Zoals gezegd speelt de termijnhandel een belangrijke rol bij de prijsvorming van gas. Doordat partijen weten wat er op de korte, midden en lange termijn voor gas betaald moet worden, kunnen er belangrijke investeringsbeslissingen worden genomen. Zo helpen liquide termijnmarkten bij de leveringszekerheid van gas en een lagere volatiliteit op de fysieke gasmarkt. Daarnaast speelt de gastermijnmarkt een belangrijke rol bij het beprijsen van verduurzaming en de energietransitie.

De gastermijnmarkt is een ontmoetingsplek voor een grote verscheidenheid aan spelers. Op hoofdlijnen kunnen we vier typen marktparticipanten onderscheiden: gasproducenten, gasleveranciers, eindgebruikers van gas, en marktpartijen die risico nemen, investeren en liquiditeit verschaffen. Omdat marktparticipanten er verschillende doelen en strategieën op na houden, kunnen zij optreden als tegenpartij van elkaar en wordt relevante marktinformatie op verschillende manieren in de prijs verwerkt.

Voor transparante prijsvorming en liquiditeit is het belangrijk dat er een voldoende aantal, diverse, spelers actief is. Uiteraard heeft de gastermijnmarkt reëel-economische tegenpartijen nodig: enerzijds spelers die gas kunnen leveren (gasproducenten) en anderzijds spelers met een gasbehoefte (energieleveranciers). Gasproducenten willen zich indekken tegen prijsdalingen terwijl energieleveranciers opwaarts prijsrisico willen mitigeren. Deze reëel-economische tegenpartijen moeten wel ongeveer op hetzelfde moment in transactie willen treden, een concept dat *double coincidence of wants* heet. Omdat dit niet altijd het geval is, spelen financiële partijen een belangrijke rol op deze markt.

Termijnmarkten functioneren beter door de aanwezigheid van financiële partijen. Financiële partijen worden ook weleens speculanten genoemd. Deze term heeft voor sommigen alleen een negatieve connotatie gekregen, maar financiële partijen brengen ook liquiditeit en dragen daarmee in beginsel juist bij aan het functioneren van financiële markten, waaronder termijnmarkten. Zij zoeken risico door te handelen met partijen die dat risico niet willen dragen. Zij kunnen tijdelijk optreden als tegenpartij en deze positie later weer afwickelen, waarmee zij liquiditeit verschaffen en prijschommelingen beperken. Het is belangrijk dat deze partijen met verschillende handelsstrategieën en tijdshorizons actief zijn. Neem als voorbeeld het verschil tussen flitshandelaren en hedge funds die een macro-economische strategie voeren. Waar flitshandelaren met hoogfrequente market making strategieën zorgen voor een lage *spread* tussen bied- en laatprijzen en dus potentieel lagere handelskosten, kunnen *global macro* hedge funds de reële, maar tijdelijke, onbalans in vraag en aanbod van gas weg arbitreren door te positioneren voor een daling van de gasprijs op lange termijn. Door liquiditeit te verschaffen over de hele curve, kunnen handelspartijen hun risico goedkoper afdekken. Beide typen financiële partijen verwerken relevante informatie over de gasmarkt op een andere manier in de prijs en hun risicobereidheid. Overigens is er geen eenduidige scheidslijn te trekken tussen reëel-economische partijen en financiële partijen. Ook gasproducenten of energieleveranciers kunnen actief zijn als 'speculant', bijvoorbeeld als zij verwachten dat ze op een ander moment gunstiger kunnen kopen of verkopen. Samen zorgen al deze partijen voor transparante prijsvorming en liquiditeit.

3.4.2 Clearingstructuur

Op de termijnmarkten moeten partijen vooraf en bij hoge volatiliteit zekerheden stellen in de vorm van marginverplichtingen. Door prijschommelingen kan de waarde van derivaten snel stijgen of dalen. De kans bestaat dat een partij niet meer aan zijn verplichtingen kan voldoen en failliet gaat. Om dit tegenpartijrisico te vermijden is sprake van (centrale) clearing. Een *Central Counter Party* (CCP) voorkomt directe onderlinge blootstelling van marktparticipanten door op te treden als tegenpartij voor elke derivatentransactie die uitgevoerd wordt op een platform. Partijen



hebben dus geen verplichting aan elkaar, enkel aan de CCP. Om het risico voor deze CCP te beperken moeten handelende partijen, bij aangaan van een contract, een initiële margin storten. Prijsontwikkelingen kunnen ervoor zorgen dat deze initiële marge niet voldoende is. In zo'n geval krijgt een partij het verzoek om geld bij te storten, een *margin call* (zie Box 4). Het principe van margins en margin calls zorgt ervoor dat de termijnmarkt solide blijft, juist in tijden van hoge volatiliteit. De hoogte van deze verplichtingen, zowel de initiële marge als de margin call, wordt dagelijks bepaald en verrekend door CCP ICE Clear UK, dat onder toezicht staat van de Engelse centrale bank, de BoE. Marktparticipanten zijn via *clearing members* aangesloten op een CCP. De CCP vraagt de clearing members om onderpand, die dat doorzetten naar een handelende partij. Deze clearing members zijn vaak grote banken die krediet kunnen verstrekken aan hun klanten om aan de margin call te voldoen.

Box 4. Voorbeeld van werking termijnmarkten en margin calls

Hoe werken *termijncontracten* en *margin calls* precies? Om dit te illustreren nemen we het voorbeeld van een energieleverancier die over twee maanden gas nodig heeft om tegen een vaste prijs te verkopen aan haar klanten. De huidige prijs voor gaslevering over twee maanden is bijvoorbeeld €100 per MWh. Om deze prijs zeker te stellen, zal de energieleverancier een aantal termijncontracten kopen voor deze prijs. Zij opent hiermee een zogenaamde *long* positie. De tegenpartij van deze transactie neemt een *short* positie en zal over twee maanden het gas moeten leveren tegen de vooraf afgesproken prijs van €100 per MWh. Hoewel het contract recht geeft op levering, kan iedere partij ook besluiten om het niet op levering aan te laten komen door de positie eerder te sluiten. Het resultaat blijft echter gelijk: stijgt de gasprijs dan moet de energieleverancier over twee maanden het gas tegen een hogere prijs inkopen, maar dit verlies wordt goedge maakt door de *long* positie in de termijnmarkt. Zo wordt een *hedge* (afdekking van risico) opgebouwd.

Omdat het op termijnmarkten gaat om contracten en niet om fysieke handel hoeft de energieleverancier niet het gehele bedrag te betalen, maar slechts een bepaald percentage als onderpand voor het contract. Dit onderpand, *initial margin*, kan worden gezien als een zekerheidstelling. Dit is bijvoorbeeld 20% van het totaalbedrag en kan bestaan uit geld, overheidspapieren of andersoortig onderpand. Dit onderpand wordt gebruikt in het geval de prijs van het gas zou dalen. Om te voorkomen dat over twee maanden de energieleverancier of een willekeurige ander partij haar verplichtingen niet kan nakomen, worden alle contracten elke dag gewaardeerd door een centrale clearing tegenpartij (CCP). Hierbij worden winsten en verliezen van de ene naar de andere partij overgeheveld. Dit proces van dagelijks waarden heet *marked-to-market*. De CCP heeft de verantwoordelijkheid over al het onderpand en biedt zo bescherming tegen het omvallen van individuele marktpartijen.

In het bovenstaande voorbeeld moet het onderpand een waarde hebben van €20. Als door een sterke prijsverandering het onderpand onder een minimaal vereiste waarde zakt (*maintenance margin* genaamd), dan is het niet meer toereikend. Een energieleverancier zal dan een margin call krijgen om het onderpand op te hogen. Stel de prijs van het contract daalt met €7 naar €93 en de maintenance margin is €15, dan is de waarde van het uitstaande onderpand ($€20 - €7 = €13$) niet meer voldoende. De waarde van het onderpand zal moeten worden opgehoogd tot €20. De energieleverancier zal een margin call krijgen om het verschil van €7, *variation margin* genaamd, bij te storten. Mocht zij niet beschikken over dit bedrag, dan komt deze partij in liquiditeitsproblemen.



3.4.3 De verantwoordelijkheden en het doel van de AFM op de gastermijnmarkt

Het toezicht van de AFM op de gastermijnmarkt is primair gericht op integriteit, robuustheid en transparantie. Hiermee bedoelen we integer handelsgedrag, een robuuste, veilige en stabiele infrastructuur en transparante marktwerking. Wij verkleinen systeemrisico's door het proactief monitoren van handelaren, hun risicobeheer en handelsgedrag. Het toezicht hierop is georganiseerd langs drie verdedigingslijnes. Allereerst zijn handelspartijen die orders uitvoeren voor klanten zelf verantwoordelijk voor het voorkomen van marktmisbruik en het signaleren en melden van opvallend handelsgedrag. Ten tweede heeft ICE Endex de taak om maatregelen te treffen die als doel hebben om marktmisbruik te voorkomen en op te sporen. En ten derde heeft de AFM systemen ingericht waarmee wij op basis van marktdata en meldingen vanuit de markt toezicht houden op marktmisbruik. Daarnaast is een belangrijk onderdeel van ons toezicht het monitoren en beperken van concentratierisico, onder andere door het eventueel vaststellen van positielimieten.

Het bredere publieke belang van de gastermijnmarkt is essentieel voor de AFM. Hierbij staat de vraag voorop of de gastermijnmarkt ook in tijden van stress nog functioneert zoals bedoeld. Om deze vraag te kunnen beantwoorden, kijken we naar de twee belangrijkste functies van de gastermijnmarkt: transparante prijsvorming en risicomitigatie. Voor het goed vervullen van deze functies is liquiditeit een cruciale voorwaarde. Transparante prijsvorming is niet hetzelfde als een 'goede' prijs. Omdat de hoge gasprijs grote gevolgen heeft voor huishoudens en de industrie, is voor de AFM hoofdzakelijk de totstandkoming van de prijs belangrijk. Ook voor liquiditeit geldt dat liquide markten niet hetzelfde zijn als markten waarop zoveel mogelijk wordt verhandeld. Voldoende handel is wel een noodzakelijke voorwaarde.

3.5 Risico's en beleidsmaatregelen

3.5.1 De gastermijnmarkt in tijden van onrust

De Nederlandse gastermijnmarkt is adequaat blijven functioneren, ondanks de hoge volatiliteit. Een belangrijke indicator hiervoor is de liquiditeit van de markt. Liquiditeit, en de efficiënte prijsvorming die daarmee samenhangt, is niet in één variabele te vangen. Het doelt op de mate waarin bezittingen, in dit geval gastermijncontracten, verhandeld kunnen worden zonder de marktprijs te veel te beïnvloeden. Indicatoren voor liquiditeit zijn onder andere; (i) open interest, (ii) het aantal actieve marktparticipanten met verschillende strategieën, en (iii) handelsvolume.¹

- Open interest is de som van het aantal openstaande contracten of posities. De open interest is sinds het begin van de Oekraïne-oorlog gehalveerd. Dit lijkt een logisch gevolg van toegenomen onzekerheid op de markt. Deze halvering geldt zowel voor contracten die de komende maanden aflopen als voor contracten met een langere looptijd. Overigens is de open interest sindsdien constant gebleven, zie figuur 13. Ook is de concentratie van positiehouders niet aanzienlijk veranderd in het afgelopen jaar.
- We zien dat het aantal marktparticipanten dat een positie inneemt en de verhouding tussen financiële en niet-financiële partijen gelijk zijn gebleven, zie figuur 14. Evenals vóór de crisis heeft de helft van de handel hedging (het afdekken van risico's) als doel. Daarmee samenhangend wordt ongeveer 50% van alle TTF-futures contracten aangehouden tot *maturity* (einde looptijd), wat resulteert in daadwerkelijke fysieke levering van gas. In combinatie met de dalende open interest betekent dit per saldo dat risicoafdekking in absolute zin is gehalveerd, maar nog steeds op hoog niveau is.

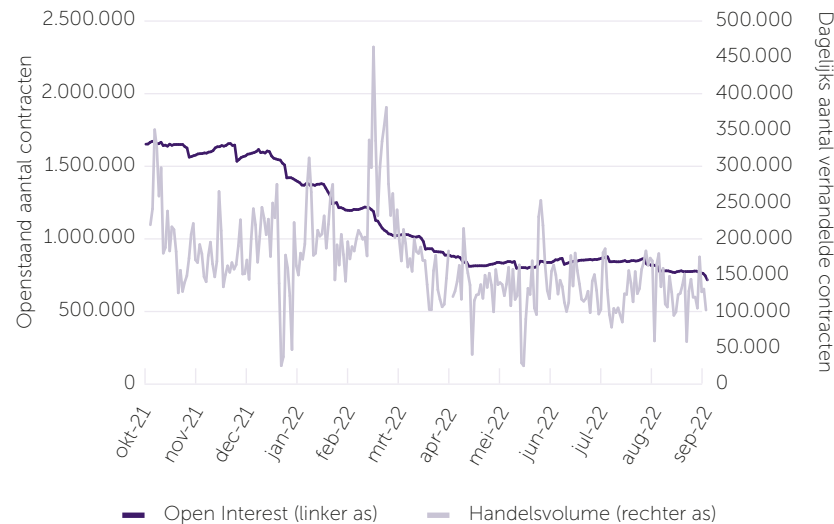
¹ De in deze paragraaf genoemde cijfers zijn gebaseerd op transactie- en positiedata die marktpartijen zelf rapporteren aan de AFM. We nemen voorzorgsmaatregelen om de nauwkeurigheid van de data te borgen en werken continu aan de verbetering van onze datapositie. De data is actueel per 14 oktober 2022.



- De dagelijkse handel in TTF-gastermijncontracten, gemeten in volume, is aan begin van de Oekraïne oorlog ongeveer 30% afgenomen en daarna gelijk gebleven. Deze contracten worden nog steeds voornamelijk op een handelsplatform verhandeld. We zien geen significante verschuiving naar bilaterale handel, bijvoorbeeld om aan de hoge marginverplichtingen – die bij platformhandel horen – te ontkomen.

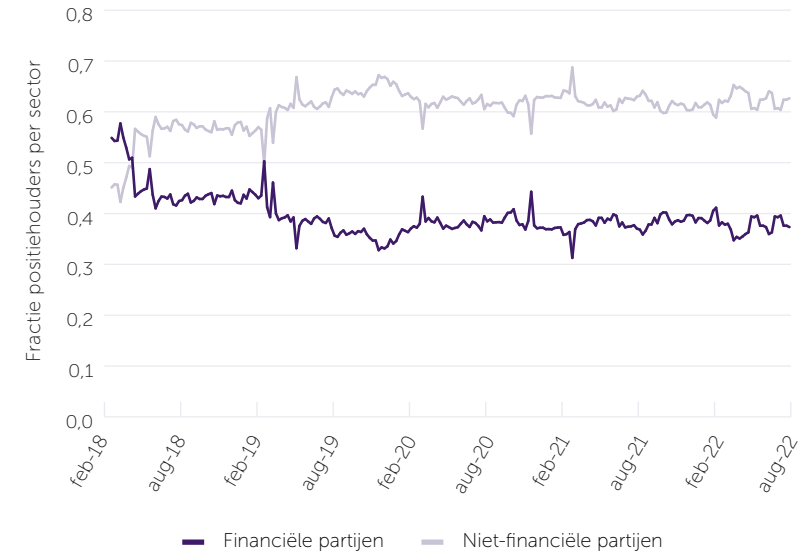
We concluderen dat de gastermijnmarkt zowel in absolute als in relatieve termen liquide is gebleven. De AFM blijft handelsgedrag monitoren om de werking van het brede financiële ecosysteem in de gaten te houden.

Figuur 13. Open interest en handelsvolume in TTF-gascontracten zijn afgenomen aan het begin van de Russische inval in Oekraïne en sindsdien stabiel gebleven.



Bron: ICE Index.

Figuur 14. De verhouding tussen financiële en niet-financiële partijen met een openstaande TTF-derivatenpositie per dag is stabiel.



Bron: AFM EMIR data.

De AFM heeft geen indicaties dat de integriteit van de termijnmarkt in het geding is gekomen. Integriteit en vertrouwen zijn essentieel voor goedwerkende markten. Marktmissbruik kan het vertrouwen in de integriteit van een financiële markt schaden. Onder marktmissbruik verstaat de AFM onder meer handel met voorwetenschap en marktmanipulatie. Voor het toezicht op marktmissbruik baseren wij ons onder meer op meldingen van verdachte transacties in de vorm van zogeheten *suspicious transaction order reports* of STORS. Daarnaast houden wij toezicht op basis van real-time monitoring. Op basis hiervan hebben wij geen indicaties gekregen dat de integriteit op de gastermijnmarkt sinds januari 2022 in het geding is gekomen. Dit betekent overigens niet dat de integriteit van de gastermijnmarkt en de onderliggende gasmarkt niet gevoelig kan zijn voor externe factoren die buiten het bereik van marktmissbruik vallen.



3.5.2 Risico's voor de werking van de gastermijnmarkt

Hoewel hoge gasprijzen vanuit beleidsperspectief zorgwekkend zijn, is dat vanuit het toezichtsperspectief op financiële markten niet direct zo, zolang hoge prijzen een gevolg zijn van de normale werking van de markt.

Als AFM bekijken we de ontwikkelingen vanuit onze rol en missie. Hoewel we het zorgelijk vinden dat het duurzaam financieel welzijn van Nederland door hoge energieprijzen onder druk komt te staan, zijn we op de gasmarkt als marktmeester opgesteld om te borgen dat aan de randvoorwaarden van goede marktwerking wordt voldaan. We zien risico's voor het functioneren van de markt in de vorm van (i) acute liquiditeitsproblemen ten gevolge van margin calls, (ii) opdrogende markten waardoor partijen minder goed risico kunnen afdekken, en (iii) de mogelijk verhinderde prijsvorming die daarmee samenhangt.

Margin calls kunnen marktpartijen in acute geldproblemen storten.

Prijsschokken op de TTF-gasmarkt zorgen voor snel oplopende margins, die doorgaans binnen één dag moeten worden voldaan. Door de huidige hoge volatiliteit lopen margins flink in de boeken. Op dagelijkse basis moeten deelnemers miljarden aan onderpand bijstorten. Omdat toekomstige inkomsten vaak niet classificeren als geldig onderpand kunnen potentieel zeer winstgevendende bedrijven in grote problemen komen door margin calls. De kans op forse margin calls en de onzekerheid daaromtrent maakt het minder aantrekkelijk om posities in te nemen en actief te zijn op termijnmarkten.

Dankzij de financiële afwikkelstructuur is het effect van potentiële faillissementen op de werking van het financiële systeem beperkt. Het faillissement van klanten van clearing members – bijvoorbeeld Uniper – raakt vooral de gasverbruiker, want die moet op zoek naar een nieuwe gasleverancier en kan vervolgens vaak alleen een variabel contract afsluiten. Het clearing- en settlementsysteem is zo ingericht dat de kosten voor het afwikkelen van openstaande posities in eerste instantie voor de rekening van de klant zelf komen. Daarna is de clearing member verantwoordelijk. Dit zijn grote banken met een directe kredietlijn naar centrale banken. De kans dat een clearing member omvalt is daardoor beperkt. Pas als de clearing member niet meer aan zijn verplichtingen kan voldoen, wordt de

buffer van centrale tegenpartijen aangesproken. De centrale tegenpartij komt pas in gevaar als meerdere clearing members tegelijkertijd niet aan hun verplichtingen kunnen voldoen. CCPs moeten stresstesten uitvoeren en rekening houden met het faillissement van hun twee grootste clearing members. Het faillissement van enkele klanten van clearing members belemmert de bredere werking van het systeem dan ook niet. Vanuit een financiële stabiliteitsperspectief zijn reddingsacties dus niet direct noodzakelijk. Wel kunnen deze maatregelen de gasverbruiker helpen en zorgen zij ervoor dat meer partijen kunnen blijven handelen.

Een risico is dat markten opdrogen door de toegenomen onzekerheid, waardoor marktparticipanten niet meer kunnen hedgen.

Het mitigeren van risico is momenteel duur, want er moet veel onderpand worden ingebracht bij CCPs. Daardoor kunnen partijen minder makkelijk posities innemen en is het bijvoorbeeld lastig voor energieleveranciers om vaste contracten te verstrekken aan eindgebruikers. Vooralsnog is de markt voldoende liquide gebleven (zie ook 3.5.1), maar het is goed mogelijk dat nog meer partijen zich terugtrekken als grotere onzekerheid en volatiliteit zich voordoen. Dit is een zelfversterkend effect. Als de markt opdroogt wordt het namelijk nog lastiger om posities in te nemen, waardoor nog meer partijen zich terugtrekken. Een mogelijk gevolg is dat marktparticipanten volledig overgeleverd zijn aan spotmarkten, wat onder andere langetermijn-investeringen belemmert.

Indirect komt ook de prijsvorming in gevaar. Efficiënte prijsvorming komt het beste tot stand in liquide markten met zoveel mogelijk verschillende deelnemers. Door afnemende liquiditeit en hogere margin verplichtingen kunnen sommige deelnemers, zoals energieleveranciers, besluiten om zich terug te trekken uit de termijnmarkt: de kosten worden simpelweg te hoog. Dit heeft op zich weer een negatief effect op de liquiditeit, met een vicieuze cirkel als gevolg. Grote, illiquide, prijsbewegingen, zowel omhoog als omlaag, kunnen het vertrouwen van de markt schaden en de rol van de termijnmarkt als liquiditeitspool ondermijnen.



3.5.3 Risico's van beleidsmaatregelen op de gasmarkt

De Europese Commissie heeft een aantal beleidsmaatregelen genomen om de gevolgen van de hoge energieprijzen te beperken. Allereerst is ingezet op besparing van de elektriciteitsbehoefte, zowel algemeen als het piekverbruik. Dit heeft het doel om met name het gebruik van gas terug te dringen. Ten tweede is er een bovengrens afgesproken voor de inkomsten van elektriciteitsproducenten die geen last hebben van de hoge gasprijs, zoals windmolens en kernenergie. De op deze manier afgeroomde inkomsten moeten ten goede komen aan het beperken van de hoge energielasten van consumenten. Ten derde wordt een solidariteitsbijdrage gevraagd aan energieproducenten die profiteren van de hoge olie- en gasprijzen. Met deze maatregelen is voorlopig niet direct ingegrepen op de werking van de termijnmarkt.

Daarnaast worden maatregelen overwogen en ingevoerd om de hoge gasprijzen direct te beteugelen. Het begrenzen van de prijs kan op vele manieren. Zo is in een aantal landen zoals Nederland al een bovengrens op de consumentenprijs van gas (en elektriciteit) gezet. De houdbaarheid van deze manier van begrenzen is echter wel beperkt. Energieleveranciers moeten immers door de overheid worden gecompenseerd voor het verschil tussen inkoopprijs en de begrensde consumentenprijs om faillissementen te voorkomen. Verdergaande maatregelen zoals het begrenzen van de groothandelsgasprijs brengen ook grote uitdagingen met zich mee. Deze prijs moet dan op TTF worden bepaald en er mag niet hoger aangeboden worden dan een bepaalde maximale prijs. Het grote risico is de leveringszekerheid, want in een globale (LNG)-markt zullen gasproducenten hun gas liever verkopen op markten (buiten Europa) waar geen maximumprijs geldt. Een maximumprijs is alleen werkzaam wanneer grote spelers dit gezamenlijk wereldwijd afdwingen.

Naast ingrepen op prijs kan ook gedacht worden aan gedwongen vraagbeperkingen. Ook nu al zijn er bedrijven die 'vrijwillig' door de hoge gasprijs zijn gestopt met produceren. Dit zijn vooral internationaal concurrerende bedrijven die de gasprijs niet kunnen doorrekenen aan hun klanten. Voorbeelden hiervan zijn energie-intensieve sectoren als de

glastuinbouwers, aluminiumsmelters en de chemische industrie. Dit zorgt al voor een besparing op de vraag. De overheid heeft ook de mogelijkheid om grootgebruikers gedwongen af te schakelen van het gas. Dit is een zware maatregel die grote consequenties heeft voor de betrokken ondernemingen en tot allerlei praktische vragen leidt over de snelheid en wijze van implementatie, prioritering (welke bedrijven als eerst), compensatie en duur van de maatregelen. Onrust over afschakeling van specifieke bedrijven kan bovendien leiden tot volatiliteit op de aandelenmarkten. De risico-opslag van specifieke bedrijfsobligaties zullen stijgen, waardoor de financiering van bedrijven duurder wordt. In geval van afschakeling zijn er ook directe gevolgen voor de gastermijnmarkt. Posities moeten worden afgewikkeld en grote prijsbewegingen kunnen leiden tot nieuwe margin-verplichtingen. Sommige partijen kunnen in acute liquiditeitsproblemen komen en het systeem van central clearing zal onder druk komen te staan. Voorspelbaar en vroegtijdig gecommuniceerd beleid kan hier de ergste voetangels wegnemen.

Een heel stevige maatregel zou het vaststellen van een prijsplafond op de gastermijnmarkt zijn. Omdat de prijzen op de gastermijnmarkt gelden als referentieprijs voor bijvoorbeeld LNG-contracten, zou een prijsplafond op de gastermijnmarkt een maatregel zijn om de kosten van gasimport te beteugelen. Deze maatregel kent zeer waarschijnlijk meer nadelen dan voordelen, omdat zij ten koste gaat van transparante prijsvorming, liquiditeit en dus risicomitigatie. Sterker nog, het stellen van een prijsplafond op de gastermijnmarkt leidt zeer waarschijnlijk tot een gedeeltelijke stilstand van de handel. Het wegvallen van de gastermijnmarkt zal zo leiden tot veel onzekerheid over toekomstige prijzen, belemmert een efficiënte verdeling van gas en kan zelfs resulteren in problemen omtrent leveringszekerheid. Als er geen betrouwbare prijs meer is, zullen LNG-producenten West-Europa eerder links laten liggen. Ook zullen marktpartijen eerder overgaan tot bilaterale (OTC-)handel waar het tegenpartijrisico vele malen groter is dan bij een centrale tegenpartij (CCP). Dit vergroot potentieel systeemrisico's. Een alternatieve maatregel om de groothandelsprijs van gas te maximaleren zou een prijsplafond op gas-import zijn. Dit is echter praktisch zeer complex en heeft als bijkomende nadeel dat de efficiënte verdeling van gas naar waar de behoefte het grootst is, ook komt stil te liggen.



Een circuit breaker kan excessieve volatiliteit inperken, maar heeft geen invloed op de hoge prijsniveaus. Deze brengen tijdelijke rust maar kennen ook praktische bezwaren. Het mechanisme van het tijdelijk stilleggen van een markt bij verhoogde volatiliteit, wordt ook wel een *circuit breaker* genoemd. Bij het bereiken van vooraf bepaalde statische of dynamische prijslimieten wordt een markt tijdelijk onderbroken, waarna het na een periode van enkele seconden tot enkele uren weer wordt opgestart. Dit mechanisme wordt veel toegepast in termijnmarkten en heeft als voordeel dat de markt tijd krijgt om op adem te komen. Marktpartijen krijgen de tijd om nieuwe informatie te verwerken en eventueel hun risicomanagement hierop aan te passen. Daarnaast kan de vertragende werking van tijdelijke prijslimieten helpen bij het voorkomen van liquiditeitsproblemen door plotselinge margin calls. Hoe nauw die limieten gedefinieerd zijn en hoe lang de markt wordt stilgelegd heeft echter grote gevolgen voor de effectiviteit van dit mechanisme. Te kort heeft geen impact en te lang heeft een averechts effect, doordat marktpartijen op zoek zullen gaan naar alternatieven zoals OTC-handel. Daarnaast is tijdens de rustperiode uiteraard geen sprake van transparante prijsvorming of liquiditeit. Circuit breakers zijn een middel om extreme volatiliteit in te dammen, maar zijn geen middel tegen hoge prijzen.

Ook worden oplossingen gezocht voor de margin calls, die door sommigen in de huidige situatie als belemmerend hoog worden ervaren.

Onzekerheid over liquiditeitsbehoefte zorgt ervoor dat veel partijen ervoor kiezen niet meer te handelen. Deze onzekerheid kan ten dele worden weggenomen door; (i) het verstrekken van kredietlijnen aan gasproducenten en -leveranciers, (ii) het accepteren van meer asset classes als onderpand, of (iii) het verlagen van margins. In dat laatste geval zullen centrale banken directe zekerheid moeten verstrekken aan clearing members of centrale tegenpartijen. Het grote nadeel van deze maatregelen is dat het tegenpartijrisico in meer of mindere mate kan worden verhoogd en daarmee het systeemrisico. Het is een afweging tussen behapbare liquiditeitsbehoefte enerzijds en een acceptabel niveau van tegenpartijrisico anderzijds.

Voorkennis over overheidsmaatregelen kan leiden tot een verhoogd risico op marktmanipulatie. De meeste ingrepen op de gastermijnmarkt of spotmarkt door overheden zijn potentieel zeer ingrijpend. Voorkennis hierover kan zeer waardevol zijn en oneigenlijk gebruik van deze voorkennis valt onder marktmisbruik. Waakzaamheid van de AFM en andere (Europese) toezichthouders op de gasmarkt is daarom essentieel.

Concluderend: een goede werking van de gastermijnmarkt is het meest gebaat bij maatregelen die efficiënte prijsvorming en stabiele liquiditeit ondersteunen in plaats van ondergraven. Ook dit soort maatregelen is echter geen alternatief voor de aanpak van vraag en aanbod op de gasmarkt. Zoals beschreven kunnen beleidsmaatregelen ongewenste negatieve effecten hebben op de leveringszekerheid, prijsvorming en mogelijkheden om risico af te dekken. Behoedzaamheid is dan ook het devies voor mogelijk ingrijpen op de gastermijnmarkt. Uiteindelijk zullen alleen maatregelen in de reële economie, zoals het verminderen van het energiegebruik en de transitie naar alternatieve energiebronnen, tot een duurzame oplossing voor het huidige tumult op de gasmarkt kunnen zorgen.