



Langs de financiële meetlat:

Verkenning naar commodities en benchmarks in Nederland

Publicatie datum: 23 november 2015

Autoriteit Financiële Markten

De AFM maakt zich sterk voor eerlijke en transparante financiële markten.

Als onafhankelijke gedragstoezichthouder dragen wij bij aan duurzaam financieel welzijn in Nederland.

Inhoudsopgave

1.	Inleiding	5
1.1	De wereld kan niet zonder benchmarks	5
1.2	Wereldwijd	5
1.3	Nederland	6
1.4	Opzet verkenning	6
1.5	De sector zegt dat LIBOR ook invloed heeft gehad op de commodity handel	6
1.6	De commodity sector lijkt verdeeld	7
1.7	Good practices	7
1.8	Scope AFM	7
1.9	Leeswijzer	7
2.	Wat zijn belangrijke benchmarks?	8
2.1	Soorten benchmarks	8
2.2	Belangrijke benchmarks voor Nederland	9
2.3	Goud en zilver	9
2.4	Een voorbeeldketen	10
3.	Kenmerken van de commodity handel	11
3.1	Kenmerken commodity-handel	11
3.2	Risico's op (benchmark) manipulatie	12
4.	Onze verkenning in de commodity sector	14
4.1	Handelshuizen	14
4.2	Producenten/handelaren	14
4.3	Gebruikers/handelaren	14
4.4	Banken	15
4.5	Op- en overslagbedrijven	15
4.6	Hedge fund	15
4.7	Pensioenuitvoeringsorganisaties	15
5.	Bevindingen	16
5.1	De commodity sector lijkt verdeeld	16
5.2	Post Libor	17
5.3	Kritiek op beheerders	17
6.	Welke bestaande regels zijn er al?	18
6.1	Remit	18
6.2	IOSCO	18
6.3	EBA en ESMA	19

6.4	Verenigde Staten	19
6.5	Verenigd Koninkrijk	19
7.	De scope van het AFM toezicht	20
7.1	Vermoedens melden bij de AFM	20
8.	Hoe ziet de nieuwe wet- en regelgeving eruit?	22
8.1	Benchmarkverordening	22
8.2	MiFID/R en EMIR	22
8.3	Positielimieten	23
8.4	MAR	23
9.	Good practices	24
9.1	Good practice 1	24
9.2	Good practice 2	25
9.3	Good practice 3	25
9.4	Good practice 4	25
9.5	Good practice 5	25
9.6	Vervolg	25

1. Inleiding

1.1 De wereld kan niet zonder benchmarks

De financiële wereld kan niet zonder benchmarks¹. Ook in de commodity² sector vervullen benchmarks een belangrijke rol bij de waardebeoordeling. In het rapport 'Langs de financiële meetlat: Nederlandse betrokkenheid bij financiële benchmarks'³ van februari 2015, concludeerden de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en de Nederlandsche Bank (DNB) al dat er in Nederland veel gebruik wordt gemaakt van commodity benchmarks door een breed scala aan partijen. Zowel Nederlandse financiële als niet-financiële instellingen dragen bij aan de totstandkoming van commodity benchmarks, vaak simpelweg omdat ze transacties doen in onderliggende markten en/of in de afgeleide financiële instrumenten die zij gebruiken om prijsrisico's af te dekken. Om deze reden is het voor de AFM belangrijk nader in te zoomen op de commodity sector in Nederland door middel van dit verkennend onderzoek.

Doordat niet-financiële instellingen een groot deel van de commodity markt innemen, is het voor de AFM als financiële toezichthouder belangrijk een goed beeld te krijgen van de werking en de risico's in de totale sector. Aangezien de financiële sector en de commodity sector niet één-op-één vergelijkbaar zijn, heeft dit onderzoek naar de commodity sector een verkennend karakter.

De AFM houdt sinds 1 januari 2015 toezicht op het verbod op manipulatie van (commodity) benchmarks, zie hierna onder het kopje 'scope'. Om het toezicht op het verbod van benchmarkmanipulatie verder vorm te geven, gebruikt de AFM dit verkennend onderzoek om een beter beeld te krijgen over de werking van de commodity sector en de (marktmissbruik) risico's met betrekking tot de bijdrage aan commodity benchmarks.

1.2 Wereldwijd

Jaarlijks wordt wereldwijd voor circa 3.000 miljard euro aan commodity derivaten verhandeld waarbij de prijs op basis van een benchmark wordt vastgesteld. Ook de fysieke handel ('spot' markt) is omvangrijk; ruim 5.000 miljard euro wordt verhandeld door middel van het gebruik van benchmarks.⁴

¹ Voor de brede definitie van 'benchmarks' zoals ook door de AFM en DNB gebruikt in haar eerdere onderzoek naar financiële benchmarks, zie de Europese Marktmissbruikverordening: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0596&from=EN>

² In Nederland wordt vaak gesproken over grondstoffen, waar dan commodities mee worden bedoeld. Commodities zijn niet alleen dingen die uit de grond komen. De term grondstoffen moet dus ruim worden opgevat. Voor de brede definitie van 'commodity' verwijzen wij naar de MiFID uitvoeringsverordening <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32006R1287:EN:HTML>

³ Dit is een gezamenlijk rapport van De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM): <http://www.afm.nl/nl-nl/professionals/nieuws/2015/feb/rapport-benchmarks>

⁴ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/benchmarks/130918_impact-assessment_en.pdf

The International Organization of Securities Commissions (IOSCO)⁵ zegt over het belang van de commodity markt: *Market Authorities play a key role in ensuring that physical commodity markets operate free from manipulation and abusive trading. Market Authorities also play a critical role in responding effectively to disorderly market conditions.*

1.3 Nederland

In Nederland speelt zowel de fysieke als de financiële commodity handel een belangrijke rol. Dit is historisch zo gegroeid en onder meer beïnvloed door de gunstige geografische ligging en de ontwikkeling van grote havens in Rotterdam en Amsterdam. Dat heeft er onder meer toe geleid dat Nederland een interessante vestigingsplaats is voor commodity partijen. Zo hebben verschillende grote commodityproducenten en -handelaren hun (hoofd)kantoor in Nederland, zoals Royal Dutch Shell, Trafigura, Gunvor, Glencore en Cargill. Ook Nederlandse banken zijn als wereldspelers actief in de commodity handel, veelal aan de financieringskant. Ze verschaffen leningen aan commodityproducenten en handelaren om grondstoffen te delven en/of deze te verhandelen.

Een eerlijke en goed functionerende commodity handel is niet alleen belangrijk voor producenten, handelaren en banken, maar ook voor de consument als eindgebruiker. De prijzen die consumenten uiteindelijk betalen voor goederen als benzine, elektriciteit, brood en cacao komen tot stand in de commodity handel en worden mede aan de hand van benchmarks bepaald.

1.4 Opzet verkenning

De AFM heeft in het kader van deze verkenning met verschillende partijen gesproken. Denk hierbij aan producenten, gebruikers, handelaren en op- en overslagbedrijven. Ook heeft de AFM, in samenspraak met DNB, onderzocht wat de rol van Nederlandse banken is in de commodity handel en is er gesproken met een hedge fund dat actief is in deze sector.

Een aantal gesprekken heeft de AFM in gezamenlijkheid met de Britse gedragstoezichthouder op de financiële markten, de Financial Conduct Authority (FCA), gevoerd. De FCA houdt toezicht op een aantal belangrijke (futures) benchmarks⁶. Een goede samenwerking met de FCA is voor de AFM van groot belang en *vice versa*. De gesprekken met de Nederlandse banken zijn samen met DNB gevoerd.

1.5 De sector zegt dat LIBOR ook invloed heeft gehad op de commodity handel

Het risico van mogelijke manipulatie van de prijzen op de financiële markten en op de fysieke markt is ook onderwerp van gesprek geweest. De settlements met betrekking tot FX en Libor in de financiële sector zijn ook in de commodity sector met aandacht gelezen. De partijen waar de AFM

⁵ Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets, Final Report, February 2011

⁶ De FCA heeft in juli 2015 een rapport uitgebracht met haar bevindingen over de financiële sector en benchmarks. De conclusies van de FCA zijn nagenoeg gelijk aan die van de AFM en DNB in februari dit jaar.
<https://www.fca.org.uk/news/tr15-11-oversight-controls-in-relation-to-financial-benchmarks>

mee heeft gesproken, geven aan zich bewuster te zijn van de risico's op manipulatie van benchmarks en het belang van integer gedrag.

1.6 De commodity sector lijkt verdeeld

Feitelijk bestaat de commodity sector niet. Er is niet sprake van één markt met één wijze van marktwerking. Het zijn vele deelmarkten die ieder hun eigen spelers en dynamiek kennen. De partijen waar wij tot nu toe mee hebben gesproken, spreken verschillend over de manipulatierisico's. Gemene deler is dat men vooral de vervlechting van verschillende activiteiten (productie, handel, opslag, verwerking) als een potentieel risico met betrekking tot manipulatie ziet.

1.7 Good practices

Tijdens ons verkennende onderzoek is gebleken dat partijen, hoewel ze vaak niet onder direct toezicht staan, het prettig zouden vinden van de AFM meer richting te krijgen met betrekking tot de mogelijkheden tot vermindering van de risico's op benchmarkmanipulatie. De AFM brengt in dit rapport vijf good practices onder de aandacht welke partijen kunnen gebruiken om de kans op benchmarkmanipulatie en ander niet-integer gedrag te verminderen.

1.8 Scope AFM

Per 1 januari van dit jaar heeft de wetgever een expliciet verbod opgenomen op manipulatie van benchmarks in de Wet op het financieel toezicht (Wft)⁷. De AFM houdt toezicht op de naleving van dit verbod. Dit ziet niet alleen op benchmarks die in Nederlands worden vastgesteld, maar ook op benchmarks elders in de wereld met een significante impact op de Nederlandse markt. De AFM werkt daarbij nauw samen met andere markttoezichthouders, zoals de FCA.

1.9 Leeswijzer

In paragraaf 2 staan de belangrijkste benchmarks omschreven en wordt een voorbeeldketen (cacao) geschetst. In paragraaf 3 zijn de kenmerken van de commodity handel uiteen gezet. In paragraaf 4 en 5 leggen wij uit waar de verkenning uit heeft bestaan en wat onze bevindingen zijn. In paragraaf 6, 7 en 8 zetten we achtereenvolgens uiteen waar de huidige regels uit bestaan, wat het toezicht van de AFM omvat en wat voor een impact de nieuwe regels hebben. In paragraaf 9 tot slot geven wij een aantal good practices mee en lichten we toe waarom het belangrijk is om deze te implementeren.

⁷ Artikel 5:58a van de Wet op het financieel toezicht (Wft), Nota van wijziging bij de Wijzigingswet FM 2015, TK 2013-2014, 33 918, nr. 5, p. 9/10

2. Wat zijn belangrijke benchmarks?

Een benchmark is een maatstaf voor de prijsontwikkeling in een bepaalde onderliggende markt. Als een markt voor Nederland belangrijk is, is de benchmark van die markt dat ook. LIBOR, de in Londen door handelsplatform ICE beheerde rentebenchmark, en de in België door EMMI beheerde EURIBOR zijn twee voorbeelden van fundamentele financiële benchmarks. Zij zijn belangrijk, omdat rente een belangrijke component is van veel verschillende soorten contracten, waaronder leningen en hypotheekleningen. Deze benchmarks hebben AFM en DNB in hun eerdere onderzoek bekeken.

Sommige benchmarks voor commodities komen op vergelijkbare wijze als Libor en Euribor tot stand, zoals bijvoorbeeld voor olie (Brent/Platts) en goud (London Gold Fixing). Andere benchmarks worden op basis van de prijzen van financiële derivaten (futures) vastgesteld.

2.1 Soorten benchmarks

In de commodity handel wordt gebruik gemaakt van submission (zie hierna) gebaseerde benchmarks, transactie gebaseerde benchmarks en benchmarks die een combinatie van deze twee vormen.⁸ Zowel submission- als transactie gebaseerde benchmarks zijn inherent gevoelig voor manipulatie. Dit komt onder meer doordat verschillende partijen, met uiteenlopende belangen, betrokken zijn bij de totstandkoming van de benchmarks. Deze belangenconflicten kunnen bijvoorbeeld betrekking hebben op het eigen belang van een instelling versus het klantbelang of de vermenging van privé en zakelijke belangen van individuele handelaren. Deze inherente gevoeligheid geldt voor financiële benchmarks zoals Libor, maar ook voor bepaalde commodity benchmarks.

Bij submission benchmarks neemt het risico op manipulatie toe wanneer deze tot stand komen door bijdragen van een klein aantal partijen, die elkaar kennen, en wanneer de benchmark wordt vastgesteld op basis van subjectieve en moeilijk verifieerbare input, bijvoorbeeld schattingen van commodityprijzen door panelleden. Ook de mate waarin de totstandkoming van de benchmark bekend is voor de degenen die eraan bijdragen, zorgt voor een hoger risico op manipulatie.

Bij transactie gebaseerde benchmarks (bijvoorbeeld future prijzen) neemt het risico op manipulatie toe indien de totstandkoming van de benchmark afhankelijk is van een klein aantal partijen met een (zeer) groot marktaandeel. Ook neemt het risico toe als er sprake is van een kort tijdvenster om de benchmark vast te stellen, waardoor de impact van (grote) transacties relatief groot is. Deze risicokenmerken gelden bij uitstek voor de commodity handel.

Benchmarks kunnen worden vastgesteld op basis van transacties die iemand heeft verricht of op basis van andere gegevens die iemand op zijn website publiceert. Degene die de informatie gebruikt om een benchmark vast te stellen, zal niet in alle gevallen expliciet om een bijdrage vragen. Een bijdrager is een partij die prijzen, waarden, inschattingen of standen doorgeeft aan de beheerder. Daarnaast kunnen marktpartijen simpelweg door een transactie aan te gaan ook bijdrager worden. Bijdragers moeten zelf alert zijn op het gebruik van hun informatie door anderen. Zij moeten zich er in ieder geval van bewust zijn dat ze bijdragen aan een benchmark. Ook moeten zij zich er bewust

⁸ Voor een meer gedetailleerde beschrijving van deze soorten benchmarks verwijzen wij naar het eerder door de AFM en DNB gepubliceerde rapport: <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/nieuws/2015/feb/rapport-benchmarks>

van zijn welke verplichtingen dat met zich meebrengt. Zowel wettelijk ten aanzien van marktmissbruik, als contractueel richting de benchmarkbeheerder.

Een belangrijke uitdaging, zowel voor financiële instellingen als voor partijen die actief zijn in de grondstoffenhandel, is het identificeren van de benchmarks waar ze bij betrokken zijn.

2.2 Belangrijke benchmarks voor Nederland

Binnen de commodities is energie één van de fundamenten van de economie. Veel sectoren zijn afhankelijk van energie en voor alle consumenten is het van direct belang. De prijs van olie werkt door in de prijs die automobilisten betalen voor hun benzine en de prijzen voor gas en elektriciteit (energie-commodities) bepalen hun maandelijkse energierekening⁹.

Bij een aantal commodities worden de handelsdata uit de fysieke markt als benchmark gebruikt. Bijvoorbeeld bij ruwe olie. Bij andere commodities bepalen juist de prijzen van de commodity derivaten de benchmark. Een voorbeeld hiervan zijn de LME-futures op verschillende metalen.

Energie-benchmarks zijn daarom belangrijk voor Nederland. Deze worden veelal beheerd door Platts, Argus en ICIS. Dit zijn zogenoemde price reporting agencies, die allen in Londen gevestigd zijn. In Nederland worden de prijzen voor gas- en elektriciteitscontracten vastgesteld op de platformen ICE ENDEX en APX. Ook agrarische benchmarks, zoals voor granen en cacao, hebben een belangrijke impact op de Nederlandse industrie en consumenten. Nederland is een belangrijke doorvoerhaven en er zijn enkele grote handelaren en producenten in Nederland gevestigd. De prijzen van dit soort grondstoffen werken direct door in de prijzen die consumenten uiteindelijk betalen voor hun dagelijkse boodschappen, zoals brood of chocolade. Deze benchmarks worden beheerd door ICE (Londen), Liffe (Londen), CBOT (Chicago), CME (Chicago), en Matif (Parijs).

Tot slot zijn ook metalen, vooral aluminium, van groot belang. Aluminium wordt gebruikt voor allerlei producten, van auto's tot blikjes. Deze benchmarks worden vooral beheerd door LME.

Het grootste deel van de Europese derivatenhandel vindt plaats in Londen op platformen als de LME, Liffe en ICE.

2.3 Goud en zilver

Internationaal is er ook veel aandacht geweest voor de integriteit van goud en zilver-benchmarks, vooral van Noord-Amerikaanse, Britse en Zwitserse toezichhouders.¹⁰ Voor Nederlandse partijen of voor de Nederlandse economie lijken deze benchmarks echter van minder groot belang.

⁹ Maar bijvoorbeeld ook de eventuele vergoeding voor opgewerkte zonne- of windenergie.

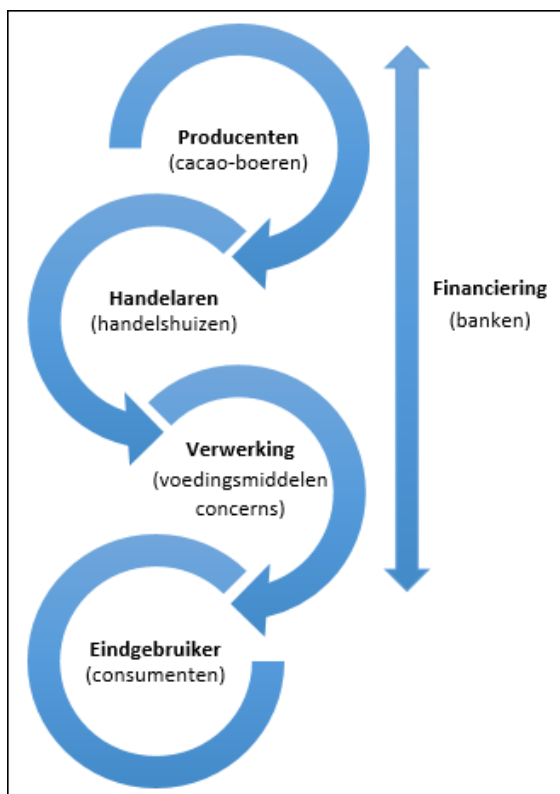
¹⁰ Zie o.a. onderzoek CFTC naar zilver: http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6709_13

2.4 Een voorbeeldketen

Nederland vervult een belangrijke internationale rol in de verwerking en doorvoer van cacao. Zo is, gemeten naar de hoeveelheid cacao die jaarlijks wordt vervoerd en verwerkt, de Amsterdamse haven de grootste ter wereld.

In het kader hieronder is grafisch uiteengezet waaruit de keten van de verschillende partijen die een rol spelen op de cacaomarkt bestaat.

In de eerste fase van de keten worden de cacao bonen door **producenten** geoogst, veelal door kleine lokale boeren. **Handelaren** kopen de bonen en verschepen deze naar de afzetmarkten wereldwijd. Gespecialiseerde concerns verwerken de bonen tot halffabricaten, zoals cacaoboter. Voedingsmiddelenconcerns **verwerken** de cacao(boter) vervolgens verder tot producten die geschikt zijn voor consumptie (repen, koek, etc.), waarna ze uiteindelijk verkocht worden aan consumenten (**eindgebruikers**). Op de achtergrond spelen banken een belangrijke rol in de **financiering** van de handel. In deze schematische weergave van activiteiten kan het zijn dat bepaalde partijen zich specialiseren in een bepaalde activiteit of dat zij meerdere activiteiten combineren in hun bedrijfsmodel.



3. Kenmerken van de commodity handel

3.1 Kenmerken commodity-handel

De commodity-sector kent een aantal belangrijke kenmerken. Zo kent de commodity-markt een zeer grote verscheidenheid aan fysieke grondstoffen, financiële instrumenten, handelsplatforms en spelers.

IOSCO¹¹ zegt over deze verscheidenheid in de sector: *The occurrence of multi-market trading abuses which have involved commodity futures, OTC derivatives and physical commodity markets, requires that there be a Market Authority in the IOSCO Member's jurisdiction charged with the responsibility to actively conduct surveillance and enforcement to detect and prosecute such abusive schemes. Although no Market Authority can prevent every market abuse, credible efforts are necessary.*

Een tweede kenmerk is dat de handel in fysieke commodities voor een groot deel bilateraal plaatsvindt.

De handel onderscheidt zich van de aandelenmarkt doordat een groot gedeelte van zowel de fysieke- als de financiële handel niet op gereguleerde markten plaatsvindt, maar bilateraal (over-the-counter, OTC) tot stand komt.

Om de prijs van de commodities en afgeleide financiële instrumenten (derivaten) te bepalen wordt daarom veel gebruik gemaakt van benchmarks.

Een derde kenmerk is ook dat een sterke verwevenheid bestaat tussen de markt voor fysieke commodities en de markt voor commodity-derivaten, waarbij de omvang van de handel in derivaten in de regel een veelvoud bedraagt van die in fysieke commodities.

Er is sprake van een sterke verwevenheid van de fysieke handel en de derivatenmarkten. Veel marktpartijen zijn actief op beide delen van de markt, waarbij de derivatenmarkt vaak dient om marktrisico in de fysieke markt af te dekken.

Kenmerkend voor de markten voor commodity-derivaten zijn de vele 'expiration dates', anders gezegd de vele deelmarkten en dus de vele verschillende prijzen. Zo is er bijvoorbeeld in WTI Crude Oil futures de komende drie jaar elke maand een expiration date. Weliswaar vindt de meeste handel plaats in futures met de kortste looptijd, maar ook in de langer lopende futures wordt dagelijks gehandeld. Elke expiration date is een aparte deelmarkt met eigen vraag en aanbod en op elk van de markten komt een eigen prijs tot stand.

Ook op de markten voor fysieke commodities komen veel verschillende prijzen voor. Dit komt niet door expiration dates, maar door bijvoorbeeld de kwaliteit van de betreffende commodities, seizoensgebonden invloeden zoals het weer of bijvoorbeeld de afleverplaats van de commodities.

Een trend in de markt is de ontwikkeling dat partijen zo dicht mogelijk tegen de settlementprijs (de benchmark) aan willen handelen, wat zorgt voor veel volume in – meestal – het slot van de handel. Op het tijdstip van vaststelling van de settlementprijs worden soms opmerkelijke prijsbewegingen gezien. Dit wordt goed zichtbaar in het voorbeeldplaatje hieronder.

¹¹ Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets, Final Report, February 2011, p. 62



Een belangrijk verschil tussen de commodity-handel met de aandelenmarkt is de afwezigheid van *retailbeleggers*. De beleggers op de commodity-markten zijn voornamelijk professionals.

3.2 Risico's op (benchmark) manipulatie

In gesprekken met marktpartijen over de risico's van (benchmark) manipulatie in de commodity handel is een aantal zaken opgevallen. In het algemeen zien partijen dat de commodity-handel aan (een hoger) manipulatierisico bloot wordt gesteld doordat de markten erg gedifferentieerd zijn. Als gevolg daarvan bestaan bepaalde minder liquide nichemarkten. Hierdoor is in deze markten het risico aanwezig dat partijen bij transactie gebaseerde benchmarks invloed kunnen uitoefenen op de benchmark om hier vervolgens via handelsactiviteiten op financiële markten van te profiteren, of omgekeerd.

Daarnaast geven partijen te kennen dat er (inherent) risico's ontstaan wanneer er binnen een onderneming zowel handelsactiviteiten als opslagactiviteiten worden ontplooid. Vervlechting tussen deze twee activiteiten kan ertoe leiden dat een onderneming door middel van opslagactiviteiten invloed uit kan oefenen op de prijzen van bepaalde fysieke goederen, om hier vervolgens met de handelsactiviteiten op de financiële markt via termijncontracten van te profiteren.

De vervlechting tussen handelaren en pakhuisen wordt, door de partijen die wij hebben gesproken, genoemd als een van de grootste risico's op manipulatie. Een dergelijke vervlechting was de achtergrond van de aluminium queues¹² en zou ook een rol hebben gespeeld bij de Qing Dao fraude¹³ met pakhuiscertificaten.

In een studie van de IOSCO wordt aangehaald dat de commodity-handel (net zoals de interest-rate markt) kwetsbaar is voor (benchmark) manipulatie doordat dezelfde partijen die bijdragen aan een benchmark als panellid, die benchmark ook kunnen gebruiken in contracten waar zij zelf in handelen. Daarnaast wordt gesteld dat de commodity-handel een relatief kleine wereld is, met slechts een paar grote partijen met veel invloed. Hierdoor kan sprake zijn van vervlechting tussen partijen die de benchmark samenstellen (administrators) en partijen die gebruik maken van de benchmark.

Deze IOSCO-bevindingen ziet de AFM bevestigd in de gesprekken die wij hebben gevoerd. De partijen waar wij mee hebben gesproken, noemen deze risico's ook. Om die manipulatie te

¹² US Senate Report on Wall Street Bank Involvement with Physical Commodities, pg 169 e.v.

¹³ Zie o.a. de volgende link: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-12-03/citigroup-panicked-over-fraud-at-chinese-ports-mercuria>

voorkomen is het voor marktpartijen belangrijk zich goed bewust te zijn van deze risico's en hun 'huis op orde' te hebben met betrekking tot de integere en beheerste bedrijfsvoering. De AFM adviseert daarom maatregelen te nemen om de hierboven genoemde risico's te mitigeren. De AFM biedt in paragraaf 9 een aantal handvatten om de bedrijfsvoering op dit vlak aan te scherpen.

4. Onze verkenning in de commodity sector

De partijen die zelf handelen op de fysieke en financiële commodity markten zijn zeer divers, omvangrijk en daarom niet eenvoudig te categoriseren. Voor de leesbaarheid van dit rapport hebben wij wel een globale onderverdeling gemaakt in handelshuizen, producenten / handelaren, gebruikers / handelaren, banken en op- en overslagbedrijven. Wij hebben ten behoeve van ons onderzoek met partijen uit al deze categorieën gesproken. In die gesprekken hebben wij vragen gesteld over onderwerpen uiteenlopend van bedrijfsactiviteiten tot contacten met toezichthouders en over het gebruik van benchmarks en manipulatie-risico's in de sector. Hieronder geven wij per onderverdeling kort weer waar betrokken partijen zich mee bezig houden.

4.1 Handelshuizen

Voor handelshuizen is de *kernactiviteit* de fysieke handel in grondstoffen en/of energie. Zij behalen hun winsten door de goederen op plaats A te kopen, deze te (laten) vervoeren, eventueel enkele bewerkingen toe te passen en later op plaats B te verkopen. Het neerwaartse prijsrisico wordt afgedekt op de financiële markten met futures, forwards en andere vergelijkbare instrumenten. Op deze wijze beschermen handelshuizen zich tegen een tussentijdse daling van de prijs van de fysieke grondstof.

Over het algemeen beschikken deze partijen ook over een 'prop trading desk' die op de financiële markten handelt voor eigen rekening en risico, naast dus de handel op de financiële markten ten behoeve van het hedgen van het prijsrisico. Partijen stellen dat deze handel voor eigen rekening (verwaarloosbaar) klein is ten opzichte van de hedging activiteiten die zij ondernemen.

4.2 Producenten/handelaren

Producenten/handelaren houden zich bezig met de productie/winning/inkoop van de fysieke grondstoffen en de verkoop ervan. Ook zij dekken het neerwaarts prijsrisico op hun posities af met posities in derivaten op de financiële markten. Er wordt ook voor eigen risico gehandeld op de financiële markten. De meeste gesprekspartners geven aan dat de omvang hiervan, in vergelijking met fysieke handel en de hedging activiteiten beperkt is.

4.3 Gebruikers/handelaren

Voor gebruikers/handelaren is beschikbaarheid van commodities tegen vaste prijzen vaak van belang. Partijen kunnen veelal niet precies inschatten hoe groot hun feitelijk gebruik zal worden. In een deel van hun geschatte behoefte voorzien zij door het afsluiten van langlopende inkoopcontracten waarin de inkoopprijs meestal gekoppeld is aan een benchmark (via Platts bijvoorbeeld). Het resterende deel van wat zij nodig hebben voor eigen gebruik – en eventueel voor hun klanten – kopen ze in op de spotmarkt. Het opwaarts prijsrisico dekken zij in met derivaten. Daarnaast hebben ze veelal ook een 'prop trading desk' voor handel op de financiële markten voor eigen rekening en risico.

4.4 Banken

De banken in Nederland zijn niet (meer) actief op de fysieke markten. Ze houden zich vooral bezig met de financiering van de commodity-handel ten behoeve van grote handelshuizen. Nederlandse banken horen hierbij tot de grootste spelers ter wereld.

DNB schreef hierover in haar Nieuwsbrief Banken van 11 december 2014 dat de banken meer aandacht moeten schenken aan het inherent hoge integriteitsrisico van 'commodity trade finance'¹⁴. Dit onderdeel binnen de commodity sector, de financiering, valt echter buiten de scope van deze verkenning.

De Nederlandse banken zijn verder actief op de financiële markten om het prijsrisico van cliënten af te dekken. Op kleine schaal wordt ook voor eigen rekening gehandeld in derivaten op de financiële markten. Tegelijkertijd geven de meeste partijen aan dat deze activiteit steeds verder wordt afgebouwd

4.5 Op- en overslagbedrijven

De op- en overslagbedrijven die de AFM heeft gesproken zijn niet betrokken bij de handel in de fysieke of de financiële markten. Zij bieden doorgaans één enkele dienst aan, de opslag van goederen. Ze beschikken in principe over gevoelige informatie in verband met hun dienstverlening, zij weten immers welke klanten welke goederen in welke mate opslaan. De AFM heeft tot op heden geen signalen ontvangen dat deze bedrijven hier niet prudent mee omgaan.

4.6 Hedge fund

De AFM heeft in het kader van deze verkenning ook gesproken met een hedge fund. Deze partij is actief als belegger en handelt in commodities alleen in derivaten, waarin ze als typisch risico premie zoekende partij vaker short zeggen te zitten dan long. Ze zijn gericht op trends op de middellange termijn. Ze handelen niet in de fysieke commodities.

Sommige partijen handelen alleen op de derivaten markten, zoals speculanten en beleggers. Andere partijen zijn juist op beide markten actief, zoals de producenten, handelshuizen en afnemers.

4.7 Pensioenuitvoeringsorganisaties

In Nederland kennen we aantal grote pensioenuitvoeringsorganisaties. Zij houden – doorgaans – een grote open positie aan als belegger in commodities. Deze partijen zijn echter niet meegenomen in deze verkenning. Vanuit het doorlopende toezicht op het verbod op (commodity) benchmark manipulatie zal de AFM in 2016 in gesprek treden met deze partijen.

¹⁴ Zie: <http://www.dnb.nl/nieuws/dnb-nieuwsbrieven/nieuwsbrief-banken/nieuwsbrief-banken-december-2014/dnb316105.jsp>

5. Bevindingen

5.1 De commodity sector lijkt verdeeld

Het is opvallend hoe verschillend de partijen spreken over manipulatie-risico's. Waar de partijen het wel over eens lijken te zijn, is het potentiële risico bij de vervlechting van verschillende activiteiten.

Een enkele keer werd gesuggereerd dat speculanten mogelijk zouden manipuleren, zonder echter aan te geven hoe zij te werk zouden gaan en welke entiteiten dit zijn. Een groot handelshuis zei overigens juist blij te zijn met speculanten op de financiële markten voor commodity derivaten omdat die voor de benodigde liquiditeit kunnen zorgen. Dit is van toegevoegde waarde, omdat sommige commodity derivatenmarkten (zeer) illiquide zijn. Daarnaast werd genoemd dat speculanten ook bijdragen aan stijgende prijzen. Dit wordt door sommige partijen als negatief beschouwd, door anderen als positief. Dit is afhankelijk van het perspectief van de betrokkene.

Banken en hedge funds zien het grootste risico op manipulatie bij partijen die de fysieke goederen verhandelen en actief zijn op de financiële markten. Maar juist die partijen wijzen op de noodzaak het prijsrisico dat zij lopen op de fysieke goederen in te dekken op de financiële markten. Dit is volgens hen inherent aan de fysieke handel in grondstoffen.

Als de posities op de derivatenmarkten logischerwijs voortvloeien uit de eigenlijke handels- of productie-activiteiten en qua omvang in verhouding staan tot de fysieke (handels-) posities, dan lijkt dit een hedging-activiteit. Echter, als puur financiële ondernemingen zich op diezelfde derivatenmarkten begeven en tegelijkertijd actief zijn in de fysieke commodities, levert dit een hoog risico op manipulatie op.

Een ander risico waar men op wijst, is de vervlechting van opslag en handel. De op- en overslagbedrijven waar de AFM tot nu toe mee heeft gesproken, houden zich niet bezig met handel op de fysieke of financiële markten.

De partijen die in de fysieke grondstoffen handelen, benadrukken het belang van goed functionerende financiële markten. Ze hebben allemaal de financiële markten nodig om hun prijsrisico's af te dekken en hebben daarom grote behoefte aan voldoende liquiditeit in die (deel)markten.

Voor de grote handelshuizen zijn zij zich ervan bewust dat zij vaak verantwoordelijk worden gesteld voor de grote prijsschommelingen op de commodity markten. Wat hen betreft geheel ten onrechte ('*sheer ignorance*'). Ze wijzen op de vele onzekere factoren bij de handel in commodities zoals bijvoorbeeld de weersinvloeden, tegenvallende oogsten, arbeidsonrust, boycots en overige politieke onzekerheden, die allen een zeer grote invloed kunnen hebben op de prijsontwikkeling. Bovendien stellen zij enkel hun prijsrisico af te dekken. Ze zeggen dus geen grotere positie in te nemen dan zij hebben uit hoofde van hun fysieke positie.

De kleinere spelers wijzen op de geringe omvang van de eigen activiteiten en leggen de verantwoordelijkheid bij de grote partijen.

De handel in commodities en commodity derivaten is veel meer “judgment based”, omdat het risk management met veel onzekere variabelen te maken heeft (weer, oogstopbrengsten, etc.). Er is minder sprake van standaardisering van financiële instrumenten, onder meer door de omvangrijke gebruik van *forwards* (niet-gestandaardiseerde OTC instrumenten). Van duidelijke structurering is veel minder sprake dan bij (puur) financiële markten zoals de aandelenhandel.

5.2 Post Libor

Met alle partijen hebben we gesproken over mogelijke manipulatie van de prijzen op de financiële markten en op de fysieke markt. Hoewel het een andere sector betreft, zeggen de meeste partijen dat ze met interesse kennis genomen van de Libor en FX-onderzoeken en settlements van de afgelopen jaren. De partijen die we hebben gesproken zeggen dat ze vaker dan voorheen de eigen handelaren monitoren (chats, ongebruikelijke trades), dat ze zorgvuldiger zijn met het aannamebeleid (type medewerker), en ze zeggen meer attent te zijn op de noodzaak dat de beloningsstructuur compliant gedrag stimuleert.

5.3 Kritiek op beheerders

Tot slot viel het de AFM op hoe vaak kritiek werd geuit op de beheerders van veel gebruikte benchmarks. Veel van de partijen waarmee de AFM heeft gesproken, wezen op de niet transparante wijze waarop de prijzen op die platforms tot stand komen. Zowel grote als kleine partijen uitten deze kritiek en wezen op de mogelijke manipulatie van de prijzen.

Overigens constateerde IOSCO eind vorig jaar dat de drie PRA's (Price Reporting Agencies) vooruitgang geboekt hebben in de naleving van de principes die bedoeld zijn om de integriteit van benchmarks te vergroten.¹⁵ Als deze partijen onder de Europese benchmarkverordening straks een vergunning moeten hebben, zal er een wettelijke verplichting bestaan ervoor te zorgen dat de methodologie van de benchmark robuust en transparant is en eventuele belangenconflicten goed gemanaged worden.

¹⁵ <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD448.pdf>

6. Welke bestaande regels zijn er al?

Er gelden op dit moment algemene regels voor de handel en voor het gedrag van financiële ondernemingen. Deze staan in de Wft en komen voort uit Europese regelgeving, te weten MiFID en MAD. MiFID en MAD hebben echter niet direct betrekking op benchmarks. Op grond van deze regels zijn wel internationale principes ontwikkeld voor het bijdragen aan en beheren van benchmarks.

Vanaf 3 juli 2016 zal het manipuleren van benchmarks in heel Europa verboden worden op grond van de MAR.¹⁶ In Nederland is dat vanaf januari van dit jaar al het geval. Nederland loopt hiermee vooruit op de MAR. Het verbod op het manipuleren van benchmarks is ook van toepassing op het aangaan van transacties die worden gebruikt voor het vaststellen van een benchmark.

6.1 Remit

Specifiek voor de energiemarkten wordt in Remit¹⁷ verduidelijkt dat het manipuleren van referentieprijzen valt onder het verbod op manipulatie. Remit is een Europese Verordening en staat voor: Regulation on wholesale Energy Market Integrity and Transparency. Om de integriteit en transparantie te waarborgen en handel met voorkennis en marktmanipulatie op de energiemarkt te voorkomen, worden alle bedrijven die handelen verplicht zich te registreren bij ACER via hun National Regulatory Agency.

Bovendien moeten deze circa 400 ingeschreven Europese Market Participant's (MP's) in de energiehandel vanaf 7 oktober 2015, als gevolg van artikel 8 van Remit, al hun groothandelsorders voor energie en transacties die zijn verhandeld op een 'Organised Market Place', doorgeven aan ACER via een gekozen Registered Reporting Mechanism. Dit is de eerste stap van rapportage voor de geregistreerde MP's, op 7 april 2016 volgt een tweede stap.

Daarnaast gaan toezichthouders, handels- platformen en brokers marktmanipulatie via hun surveillancesystemen actiever opsporen. Dit moet manipulatie of misbruik maken van voorwetenschap verder ontmoedigen. De AFM is nauw betrokken bij dit detectieproces.

6.2 IOSCO

IOSCO heeft principes uitgevaardigd voor het beheer en gebruik van financiële benchmarks.¹⁸ De G20 (19 landen en de Europese Unie) heeft deze principes in september 2013 onderschreven. In februari 2015 publiceerde IOSCO haar bevindingen ten aanzien van de compliance met deze

16 <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0596&from=NL>

17 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:326:0001:0016:nl:PDF>, overweging 14.

18 Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets Final Report September 2011 via <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD358.pdf> en www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf

principes.¹⁹ Verder zijn in internationaal verband stappen gezet om submission benchmarks minder kwetsbaar voor manipulatie te maken.²⁰

6.3 EBA en ESMA

Op Europees niveau hebben toezichthouders European Banking Authority (EBA) en European Securities and Markets Authority (ESMA) principes gepubliceerd voor banken die een bijdrage leveren aan benchmarks.²¹ DNB en de AFM zijn betrokken geweest bij de ontwikkeling van deze principes en onderschrijven deze.

6.4 Verenigde Staten

Net als in Europa, dienen in de Verenigde Staten van Amerika handelsplatformen zich er van te vergewissen dat ze op benchmarks gebaseerde derivaten alleen toelaten tot de handel als de onderliggende benchmark voldoende robuust is.

6.5 Verenigd Koninkrijk

In het Verenigd Koninkrijk is besloten om Libor en zeven andere benchmarks (SONIA en RONIA, WM/Reuters 4p.m., ISDAfix, London Gold Fixing, LMBA Silver Price, ICE Brent Index.) onder toezicht van de FCA te plaatsen en het beheer over te dragen aan een onafhankelijke partij.²² Dit naar aanleiding van het Wheatley-rapport, waarin de FCA onderzoek heeft gedaan naar (onder andere de totstandkoming van) Libor en aanbevelingen doet voor het toezicht op benchmarks.²³

19 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD474.pdf

20 Onder andere door het FSB na review van IOSCO: http://www.financialstabilityboard.org/2014/07/r_140722/ en http://www.financialstabilityboard.org/2014/07/r_140722a/

21 http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-659_esma-eba_principles_for_benchmark-setting_processes_in_the_eu.pdf

22 <http://www.fca.org.uk/news/fca-to-regulate-seven-additional-financial-benchmarks> Zie ook www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/femrjun15.pdf

23

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/191762/wheatley_review_libor_final_report_280912.pdf

7. De scope van het AFM toezicht

Het ministerie van Financiën acht het, samen met de AFM en DNB, van essentieel belang dat manipulatie van benchmarks effectief kan worden aangepakt om marktpartijen te beschermen en het vertrouwen in de financiële markten te waarborgen. De AFM heeft daarom per 1 januari 2015 expliciet de bevoegdheid gekregen op te treden tegen manipulatie van benchmarks. Nederland loopt hiermee vooruit op Europese regelgeving. Deze bevoegdheid is neergelegd in artikel 5:58a van de Wft.

Kort gezegd regelt dit artikel dat de AFM bevoegdheid heeft ten aanzien van benchmarkmanipulatie als:

- het effect van de manipulatie in Nederland is, waarbij de pleegplaats ergens in Nederland, een EU-lidstaat of een andere niet-EU staat mag zijn; of
- het effect van de manipulatie in een andere EU-lidstaat is, maar de manipulatie is gepleegd vanuit Nederland.

Bovenstaande bevoegdheid op te treden tegen de manipulatie van benchmarks heeft de wetgever bewust breed ingestoken. Deze geldt voor benchmarks zoals Libor, maar ook commodity benchmarks. Dit geldt niet alleen voor benchmarks die in Nederland worden beheerd, maar ook elders in de Europese Unie en daarbuiten. De maatstaf hierbij is in hoeverre de manipulatie een significant effect heeft op de Nederlandse markt.

Zoals eerder is besproken, is in Nederland vooral de fysieke handel geconcentreerd. Handelaren decken de prijsrisico's die zij hiermee lopen af door een *hedge* op de futures-markten. Deze handel in futures vindt voornamelijk plaats in Londen. Daarom onderhoudt de AFM nauw contact met de FCA, de bevoegde toezichthouder op (ook) de futures-markten in Londen. Zo wisselt de AFM geregeld informatie uit over signalen met betrekking tot mogelijke manipulatie.

7.1 Vermoedens melden bij de AFM

In haar toezicht maakt de AFM gebruik van signalen die zij ontvangt uit de markt. De AFM ontvangt daarom graag informatie van marktpartijen als zij een vermoeden hebben van manipulatie of opvallend handelsgedrag in de markten waarin zij actief zijn. Dit kunnen dus ook andere vormen van marktmisbruik zijn, zoals handel met voorwetenschap.

In dit verband benadrukken wij dat de AFM ook bij twijfel bereikbaar is voor marktpartijen. Met andere woorden, de AFM wil de drempel voor het melden van opvallende orders en/of transacties zo laag mogelijk houden voor marktpartijen. De AFM heeft hiervoor een zogenaamde *desk* voor *suspicious trading reports* beschikbaar, de STR-desk.

Meldingen

De AFM ontvangt graag meldingen van ongewenst marktgedrag, een enkel vermoeden van enige vorm van marktmisbruik is voldoende voor een e-mail aan: STR_desk@afm.nl of bellen naar + 31207973716

Als de AFM een vermoeden heeft van manipulatie, kan zij een onderzoek starten. De AFM bekijkt alle meldingen. Voor het starten van een diepgaander onderzoek maakt de AFM wel een risicogestuurde afweging, onder meer ingegeven door de (potentiële) omvang van de impact van de manipulatie op de Nederlandse markt. Bij de uitvoering van een onderzoek heeft de AFM onder meer de bevoegdheid informatie te vorderen en (onaangekondigd) een onderzoek ter plaatse uit te voeren. Indien de AFM manipulatie van een benchmark heeft vastgesteld, kan zij een bestuurlijke boete opleggen of aangifte doen bij het Openbaar Ministerie.

8. Hoe ziet de nieuwe wet- en regelgeving eruit?

De regels voor de Europese markten voor commodity derivaten worden aangescherpt. De handel wordt transparanter en zal voor een groter deel plaatsvinden op gereguleerde platformen. Bovendien zullen meer partijen die actief zijn op deze markten een vergunning moeten hebben of zich registreren bij de toezichthouder en zullen de regels voor de handel strenger worden. Daarnaast wordt ook het beheren van benchmarks, waaronder benchmarks voor commodity derivaten, een gereguleerde en vergunningplichtige activiteit.

Voor het grootste deel zijn deze regels nog in ontwikkeling. Het verbod op het manipuleren van benchmarks is in Nederland echter wel al van kracht.

8.1 Benchmarkverordening

Voor benchmarks, waaronder dus ook commodity benchmarks, is de belangrijkste wetgeving de benchmark verordening, waarover op dit moment wordt onderhandeld tussen het Europees Parlement²⁴, de Europese Raad²⁵ en de Europese Commissie. De verwachting is dat er voor het eind van dit jaar overeenstemming over deze wetgeving zal zijn. Wanneer deze wet van kracht wordt, is op dit moment nog niet duidelijk. Onder de benchmarkverordening zullen beheerders van benchmarks een vergunning moeten hebben of zich in elk geval moeten registreren bij de toezichthouder. Marktpartijen die data aanleveren voor het vaststellen van een benchmark, zullen een gedragscode moeten ondertekenen. Financiële instellingen zullen benchmarks alleen mogen gebruiken als ze voldoen aan de Europese regels.

8.2 MiFID/R en EMIR

Voor grondstofderivatenmarkten zijn ook MiFID en MiFIR²⁶ en EMIR²⁷ relevant. Deze wetten hebben niet direct betrekking op benchmarks, maar zullen wel ingrijpende gevolgen hebben voor de handel in commodity derivaten. EMIR is opgesteld om de (OTC) derivatenmarkt veiliger en transparanter te maken. Zo dienen alle derivatencontracten onder EMIR gerapporteerd te worden aan zogenoemde Trade Repositories. Daarnaast zullen derivatencontracten centraal afgewikkeld moeten worden via centrale tegenpartijen (CCPs) om het tegenpartijrisico te beheersen. Binnenkort zullen ook de eerste commodity-derivaten onder die verplichting gaan vallen.

MiFID/R perkt allereerst de uitzondering op de vergunningplicht in. Er zullen dus meer en andere partijen een vergunning nodig hebben. Partijen die relatief veel in commodity-derivaten handelen en partijen die relatief groot zijn in de markt, moeten een vergunning hebben. Welke partijen dat precies zijn, is op dit moment nog niet duidelijk, ESMA werkt op dit moment aan een advies voor nadere invulling van die regels.²⁸ In elk geval zal iedereen die actief is in deze markten de AFM daarvan op de hoogte moeten stellen.

24

http://register.consilium.europa.eu/content/out?lang=en&typ=SET&i=ADV&RESULTSET=1&DOC_ID=8646/15&DOC_LA NCD=EN&ROWSPP=25&NRROWS=500&ORDERBY=DOC_DATE+DESC

25 <http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&f=ST%205921%202015%20INIT>

26 <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/mifid-ii>

27 <http://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/emir>

28 <http://www.esma.europa.eu/page/Markets-Financial-Instruments-Directive-MiFID-II>

Net als EMIR vereist MiFID rapportage van transacties in commodity-derivaten. Dit wordt verzorgd door beleggingsondernemingen.

8.3 Positielimieten

Tevens zal onder MiFID een regime van positielimieten en positierapportages gaan gelden. Iedereen die actief is in commodity-derivaten markten zal zich aan de limieten moeten gaan houden. Voor alle grondstofderivaten zal een limiet gaan gelden. Hoe hoog deze zijn, zal in de loop van 2016 worden vastgesteld. ESMA werkt op dit moment aan het kader waarbinnen deze limieten zullen worden vastgesteld.²⁹

8.4 MAR

Vanaf 3 juli 2016 treedt de MAR in werking, waarbij de manipulatie van benchmarks op Europees niveau wordt verboden. Daarbij geldt een sterk verzwakt boeteregime. In de MAR is voorzien in een maximale strafmaat op Lidstaat niveau van minimaal € 15.000.000 of 15% van de totale jaaromzet van een rechtspersoon indien deze een benchmark heeft gemanipuleerd.

Verschillende handelshuizen hebben in gesprek met de AFM hun zorgen geuit omtrent de nieuwe EU regelgeving:
Commodity partijen worden – onterecht volgens hen – gezien als foute partijen die gereguleerd moeten worden. De financiële markten verschillen sterk van de grondstoffenmarkten. De EU wetgeving houdt hier onvoldoende rekening mee.

²⁹ <http://www.esma.europa.eu/page/Markets-Financial-Instruments-Directive-MiFID-II>

9. Good practices

De internationale commodity sector is al een aantal keer onderwerp geweest van onderzoeken naar niet-integer gedrag. Vaak waren deze onderzoeken gerelateerd aan het beïnvloeden van de prijzen van commodities. In een aantal gevallen ging het om, wat wij onder ons huidige artikel 5:58a Wft benchmarkmanipulatie verbod zouden vatten.

In het rapport van februari dit jaar hebben wij voor financiële instellingen tien *good practices* omschreven ter voorkoming en opsporing van benchmarkmanipulatie. Hoewel veel van de partijen die wij hebben gesproken op basis van de Wft niet verplicht zijn een integere en beheerste bedrijfsvoering te hebben, hebben zij juist genoemd dat ze graag – soortgelijke - handvatten zouden krijgen van de AFM. Wij hebben op basis van ons onderzoek vijf *good practices* geselecteerd en *toegesneden op de sector*. Deze vijf *good practices* geven wij mee aan de sector, om zo enerzijds de kans op manipulatie van commodity prijzen en benchmarks te verkleinen. Anderzijds ziet de AFM dit als een vertrekpunt voor het versterken van het toezicht op deze sector. De *good practices* bieden dus handvatten voor zowel de partijen als de toezichthouder.

De AFM is van mening dat onder meer door het aanscherpen van de bedrijfsvoering aan de hand van deze *good practices* de risico's op niet-integer gedrag worden verkleind.

Overzicht good practices

1. De *three lines of defense* beschikken over een hoog kennisniveau en risicobewustzijn ten aanzien van de prijzen en benchmarks waar de partij aan bijdraagt
2. Het beleid met betrekking tot de prijsvorming (van benchmarks) wordt in alle onderdelen en op alle locaties van de partij geïmplementeerd en nageleefd
3. Het adequaat en doorlopend monitoren van transactie en communicatie data draagt bij aan integer gedrag binnen de partij en voorkomt niet-integer gedrag in relatie tot *conflicts of interest*
4. Sturing (*tone at the top*) om integriteitsrisico's op de werkvloer te voorkomen vereist continue aandacht voor stimulering van gewenst gedrag en ontmoediging van ongewenst gedrag
5. Bij de selectie van tegenpartijen wordt rekening gehouden met bekende niet-integere gedragingen zoals prijs- en benchmarkmanipulatie, tegenpartijen worden aangesproken wanneer niet-integer gedrag wordt geconstateerd

9.1 Good practice 1

Het *three lines of defense* (business, compliance, audit) model wordt bij de meeste partijen gehanteerd. Of alle drie de lijnen beschikken over hetzelfde hoge kennisniveau en risicobewustzijn ten aanzien van de prijzen en benchmarks waar de partij aan bijdraagt, heeft de AFM in deze verkenning niet kunnen vaststellen. Nog meer dan bij financiële instellingen zijn bij partijen in de commodity-sector de kennis en expertise namelijk zeer expliciet belegd bij individuen met individuele taken en doelen. Kennisbundeling is belangrijk om zo bij alle *lines of defense* hetzelfde hoge kennisniveau te garanderen.

9.2 Good practice 2

Nagenoeg alle partijen die de AFM heeft gesproken, hebben meer dan één locatie en hebben wereldwijd kantoren. Dat maakt het belangrijk ervoor te zorgen dat het beleid rondom prijsvorming (van benchmarks) niet gecentreerd is bij of beperkt blijft tot het hoofdkantoor. Alle locaties moeten het beleid weten te vinden, kennen en ten uitvoering kunnen brengen.

9.3 Good practice 3

Eén van de zaken die we breed teruggekregen hebben uit onze gesprekken met de sector, is dat het 'Libor-schandaal' ook in de commodity branche is opgevallen. Onze gesprekspartners merken op dat de wijze waarop onderling wordt gecommuniceerd na Libor is veranderd.

Om de markt schoon te houden en niet-integer gedrag zelf snel te kunnen detecteren, is het belangrijk transactie en communicatie data te monitoren. Dit kan door middel van het gebruik van waarschuwingen (alerts) en/of *red flags*.

9.4 Good practice 4

De *tone at the top* is niet alleen in de financiële sector van groot belang. Ook de commodity sector is gebaat bij de juiste toon. Medewerkers 'kijken' hun gedrag niet alleen af bij hun *collega's*, maar ook bij het hoger management. Om de juiste toon te laten doorklinken, kunnen integriteitssessies worden georganiseerd met het hoger management of kan het senior management bijvoorbeeld in een blog of bijeenkomsten de gewenste bedrijfscultuur onderstrepen.

9.5 Good practice 5

Een veel gehoorde opmerking is dat het niet-integere gedrag bij de tegenpartij vandaan komt. Van een aantal bij deze verkenning betrokken partijen hebben wij gehoord dat ze gebruik maken van een 'exit-script'. Dit is een script dat medewerkers kunnen gebruiken om op snelle en efficiënte wijze afscheid te nemen van een tegenpartij met niet-integere bedoelingen. Voorts kunnen partijen beginnen met het opstellen van een '*sustainability ladder*' voor hun tegenpartijen.

9.6 Vervolg

Deze verkenning naar de commodity sector heeft de AFM een globaal beeld gegeven van de werking van deze markt in relatie tot benchmarks. De verkenning van de AFM strekte niet zo ver dat we in het kader van deze verkenning ook beleid en procedures hebben opgevraagd bij de deelnemende partijen en de praktische werking hiervan hebben getoetst.

In dit verband merken wij op dat de AFM met aandacht kennis heeft genomen van het onlangs door de FCA gepubliceerde rapport³⁰ over de mate waarin partijen in de commodity sector procedures en controlemechanismen hebben ingebouwd om marktmisbruik tegen te gaan. De FCA concludeert hier onder meer dat partijen nog niet alle lessons learned uit de LIBOR settlements hebben geïmplementeerd.

³⁰ <https://www.fca.org.uk/static/documents/newsletters/market-watch-49.pdf>

Mede gelet op het rapport van de FCA, zal de AFM in 2016 opnieuw aandacht besteden aan de commodity sector, door na te gaan of de betrokken partijen adequaat beleid hebben om manipulatie van benchmarks te ondervangen en te controleren of de werking van dit beleid in de praktijk ook effectief is. Ook zal de AFM bekijken in hoeverre de in dit rapport genoemde good practices worden opgepakt. Tevens zal de AFM gaan inzetten op de ontvangst van signalen van partijen werkzaam binnen de commodity sector over mogelijk marktmisbruik. Uiteindelijk is het voor alle partijen van belang dat commodity markten en financiële markten eerlijk functioneren. Het scheidt dan ook een gemeenschappelijke verantwoordelijkheid voor actieve partijen en de toezichthouder hieraan bij te dragen.

Autoriteit Financiële Markten
T 020 797 2000 | F 020 797 3800
Postbus 112723 | 1001 GS Amsterdam
www.afm.nl

De tekst is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. Door besluiten op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet langer actueel is wanneer u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – zoals bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van deze tekst.