

Interview

In gesprek met Liebrich Hiemstra

Proefschrift: Financial Supervision of Energy Derivative Trading: How do the principles of effectiveness, legality and judicial protection play out in the supervision and enforcement of information exchange in the field of energy derivative trading? A taxonomy.

Anna Merz en Pieter Welp*

80

In de serie ‘in gesprek met een pas gepromoveerde onderzoeker’ geven we aandacht aan promotieonderzoekers die voor toezichthouders relevant zijn. Hiervoor interviewen we als redactie van het *Tijdschrift voor Toezicht* (recent) gepromoveerde onderzoekers over hun onderzoek en de betekenis ervan voor het toezicht.

In dit interview spraken Anna Merz en Pieter Welp, redacteuren van *Tijdschrift voor Toezicht*, met Liebrich Hiemstra die in 2023 promoveerde aan de Tilburg University op haar onderzoek naar toezicht op handel in energiederivaten. Liebrich werkt momenteel als senior legal counsel bij Vattenfall.

TvT: Jouw onderzoek richt zich op het toezicht op handel op energiederivaten. Hoe ben je op dit onderwerp gekomen?

Liebrich: Mijn interesse en keuze voor dit onderwerp is eigenlijk het directe gevolg van mijn werk op de handelsvloer voor energiederivaten voor Vattenfall. Dat energiebedrijven, naast de kernfunctie van het produceren en verkopen van energie, ook in financiële producten als derivaten handelen, is minder bekend. Deze derivatenhandel is voor energiebedrijven heel belangrijk om financiële risico's af te dekken (zogenoemde *hedging*). Maar hiermee handelen energiebedrijven in financiële producten op een financiële markt en vallen daarmee ook onder het publieke toezicht op financiële markten.

* A. Merz MA is promovenda bij de sectie Criminologie van de Erasmus Universiteit Rotterdam en redactielid van *Tijdschrift voor Toezicht*. Drs. P. Welp is senior wetenschappelijk medewerker van de Inspectieraad en redactielid van *Tijdschrift voor Toezicht*.

Mijn werk op de handelsvloer leidde bij mij tot allerlei interessante vragen over de regulering en toezicht op de handel in energiederivaten. Vragen die ik centraal kon stellen in een promotieonderzoek!

TvT: Welke vragen dan?

Liebrich: Wat je ziet, is dat de financiële crisis van 2008 ook heeft geleid tot een woud aan regelgeving gericht op het inzichtelijk en transparant maken van de handel in energiederivaten. Tegelijkertijd is het (gedrags)toezicht op de energiemarkt opgetuigd om marktmisbruik en -manipulatie op te sporen. Omdat de energiemarkt een Europese markt is, gaat het om (de implementatie van) EU-regelgeving, heel specifiek het EU-raamwerk REMIT (*Regulation on Wholesale Market Integrity and Transparency*). Op basis van de REMIT moeten marktspelers alle transactiedata van de handel in energiederivaten met toezichthouders delen. Dat vond ik best ver gaan. Tegelijkertijd zag ik dat de regelgeving en het toezicht erg complex in elkaar zaten. Het EU-toezicht wordt uitgeoefend op basis van twee regulerende kaders (een voor financiële markten in het algemeen en een voor energie in het bijzonder) en ook door twee toezichthouders (ESMA (European Securities and Markets Authority) voor de financiële sector en ACER (European Union Agency for the Cooperation of Energy Regulators) voor de energiemarkt). En om het nog complexer te maken is de handhaving van deze regels en het ingrijpen bij een overtreding neergelegd bij de nationale toezichthouders, in Nederland bij de ACM en de AFM. Deze overlap in regelgeving en het versnipperde toezicht gaven naar mijn idee grote risico's voor marktpartijen als het gaat

om de bedrijfsgevoelige informatie die zij geacht worden te verstrekken voor het toezicht en hoe de vertrouwelijkheid en integriteit daarvan wordt geborgd.

TvT: Je hebt in lijn met die observaties in je onderzoek gekozen voor het perspectief van de marktspeler. Hoe heb je dat onderzocht?

Liebrich: Dat klopt. Marktpartijen moeten er ook in de gereguleerde energiemarkt op kunnen vertrouwen dat toezichthouders zich legitiem (dat wil zeggen gebaseerd op wettelijke grondslagen) en effectief (dat wil zeggen in lijn met en gericht op hun wettelijke opdracht) gedragen. En mocht dat niet zo zijn, dan moeten marktpartijen voldoende effectieve rechtsmiddelen ter beschikking hebben om hun rechten te beschermen. Om dit te onderzoeken heb ik een normatief juridisch onderzoek uitgevoerd op basis van de beschikbare literatuur en daar empirische elementen aan toegevoegd: gesprekken en observaties binnen Vattenfall en interviews met toezichthouders. Dat ik voor Vattenfall werk en op de handelsvloer heb gestaan hielp uiteraard voor het doorgronden van de complexe dynamiek van de energie(derivaten)markt. Aan de andere kant kon ik daardoor natuurlijk geen andere concurrerende marktspelers interviewen.

TvT: Op Europees niveau zijn ESMA en ACER toezichthoudende instanties, op nationaal niveau ACM en AFM. Waarom niet DNB?

Liebrich: DNB houdt toezicht op financiële instellingen zoals banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Als een marktspeler handelt in energiederivaten als nevenactiviteit naast een andersoortige hoofdactiviteit, dan heb je in beginsel geen vergunning als beleggingsonderneming nodig en sta je ook niet onder toezicht van de AFM. Dit leidt tot een razend interessante discussie, ook al is dat geen onderwerp van mijn proefschrift, namelijk de vraag waarom je in derivaten handelt en hoe toezichthouders deze activiteit beoordelen in relatie tot de hoofdactiviteit van een marktspeler. De energiederivatenmarkt is het afgelopen jaar in een stroomversnelling gekomen. Door de Russische inval in Oekraïne en daaropvolgende crisis is er een enorme volatiliteit ontstaan, wat ook heel veel speculanten oplevert. Immers, meer volatiliteit is meer kans op rendement. Hierdoor is er echter ook meer kans op marktmanipulatie. Recent verscheen in *de Volkskrant* een interview¹ met Martijn Snoep, de bestuursvoorzitter van de ACM. In dat interview stelt hij dat energiebedrijven een zwaarder toezichtregime moeten krijgen dat gelijkwaardig is aan het toezicht op banken. Persoonlijk denk ik dat een genuanceerder beeld op zijn plek is. Hoewel energiebedrijven geen tegoeden aanhouden van consumenten en in die zin geen systeemrisico vormen, hebben ze natuurlijk wel een cruciale rol in de samenleving en een publieke taak. Het toezicht op deze rol en de levering van energieproducten aan consumenten is niet alleen gebaseerd

op een andere wettelijke grondslag en onderhevig aan een ander regelgevend kader dan het toezicht op financiële markten en instellingen, maar heeft ook tot doel om andere risico's te adresseren.

TvT: En alle transacties moeten worden doorgegeven door de marktpartijen aan de toezichthouder?

Liebrich: Juist. Ter aanschouwing: ACER ontvangt per dag rapportages over zeven miljoen transacties over heel Europa. Daar wordt een algoritme op losgelaten en als er een verdenking van marktmisbruik bestaat, wordt deze informatie met de nationale toezichthouder – in ons geval de ACM – gedeeld. En de ACM kan vervolgens een onderzoek instellen en kan handhavend optreden. Het delen van deze informatie gebeurt echter op een informele grondslag, namelijk via *memoranda of understanding*, zeg maar een *soft law*-instrument. Ik beschrijf deze dynamiek in samenwerking tussen toezichthouders: zowel informeel als formeel, zowel sectoroverschrijdend als grensoverschrijdend, zowel op verticaal (tussen Europese en nationale toezichthouders) als op horizontaal (onder EU-toezichthouders en onder nationale toezichthouders) niveau. Vervolgens leg ik deze gang van zaken langs de meetlat van de principes van legaliteit, effectiviteit en rechtsbescherming.

TvT: En hoe staat het met deze drie principes: legaliteit, effectiviteit en rechtsbescherming?

Liebrich: Zoals viel te verwachten draagt het delen van informatie tussen toezichthouders bij aan de effectiviteit van het toezicht. Dat is logisch; de nationale toezichthouder heeft de informatie van de EU-toezichthouder nodig om zijn toezichtstaak uit te voeren. Tegelijkertijd is het de vraag of deze gefragmenteerde nationale uitvoering van het toezicht zo effectief is. Het gaat hier om toezicht op een Europese grensoverschrijdende handelsactiviteiten waarbij de nationale toezichthouder geen zicht heeft op wat er in andere landen gebeurt aan verdachte transacties en toezichtinterventies.

Al het gaat om legaliteit en rechtsbescherming zijn er behoorlijke lacunes. De informele (MoU-)basis van het delen van bedrijfsgevoelige informatie tussen toezichthouders verhoudt zich niet tot het legaliteitsbeginsel en biedt onvoldoende rechtsbescherming. Het creëert bijvoorbeeld geen verplichting voor toezichthouders om die informatie vertrouwelijk te behandelen en biedt onvoldoende rechtsmiddelen voor marktpartijen wanneer die vertrouwelijkheid wordt geschonden. Het grootste probleem is echter dat marktspelers vaak helemaal niet weten dat hun bedrijfsvertrouwelijke informatie wordt gedeeld.

TvT: Dit merken ze pas als de nationale toezichthouder op de stoep staat?

Liebrich: Exact. In feite heb je je bedrijfsvertrouwelijke transactiegegevens op basis van de rapportageverplichting van REMIT gedeeld met ACER. De ACM kan dan vervolgens op basis van die informatie toezichtactiviteiten ondernemen. Er wordt dus ineens op basis van de

1 'Waakhond ACM: "Energiemarkt heeft nieuwe regels en zwaarder toezicht nodig", *de Volkskrant* 24 november 2022.

nationale regelgeving voor mededinging en marktwerking gehandhaafd. Dat tast ook de legaliteit aan.

TvT: Helder. Wat zijn je aanbevelingen op basis van je onderzoek?

Liebrich: Uit mijn proefschrift volgen aanbevelingen op drie verschillende niveaus. Ten eerste: toezichthouders zouden marktspelers moeten informeren zodra ze informatie delen met een ander toezichthouder. In mijn proefschrift beschrijf ik twee richtlijnen die hiervoor de mogelijkheid bieden. Ten tweede: de regels over vertrouwelijkheid en professionele geheimhouding moeten gelijkgetrokken worden voor alle toezichthouders op nationaal en Europees niveau, dus ongeacht waar de informatie ligt. Een marktspeler moet erop kunnen vertrouwen dat de regels van vertrouwelijkheid en professionele geheimhouding hetzelfde zijn. En ten derde: er is meer onderzoek nodig naar een mogelijke centralisatie van toezicht en handhaving. Kan ACER ook met handhavingstaken worden uitgerust? Op dat moment wordt ze minder afhankelijk van de nationale toezichthouder voor de handhaving van regels. Dit zou ook het probleem van informatie delen en rechtsbescherming kunnen oplossen. Hierbij zijn overigens wel twee kanttekeningen te plaatsen. ACER staat verder af van de nationale praktijken en dat kan afbreuk doen aan de effectiviteit van de uitvoering van het toezicht. Daarnaast geeft het centraliseren van het toezicht in één toezichthouder ook risico's, zoals *regulatory capture* door de sector of door dominante marktpartijen of andere belanghebbenden.

Om de rechtsbescherming te vergroten pleit ik ten slotte voor het openstellen van het *National Energy Ombudsmen Network* voor marktpartijen. Dit netwerk is nu nog uitsluitend gericht op consumentenbescherming.

TvT: Ga je zelf nog wat met je aanbevelingen doen?

Liebrich: Dat is nog een open vraag. Ik wil graag door middel van wetenschappelijk onderzoek een bijdrage blijven leveren op het gebied van toezicht op de energiemarkt en samenwerking tussen marktspeler en toezicht in de energietransitie. Het lijkt me interessant om aan een universiteit verbonden te blijven en zo de praktijk te combineren met de wetenschap. Dat geeft je ook de mogelijkheid om andere (markt-)partijen te betrekken in je onderzoek. Wordt vast vervolgd!

TvT: Interessant! Bedankt voor het gesprek, Liebrich.