

Limieten aan posities in grondstofderivaten

mr. G.A.M. Verwilt¹

Eén van de kernonderdelen van de herziening van MiFID betreft de invoering van positielimieten voor grondstofderivaten. Het doel van dit artikel is om inzicht te geven in deze nieuwe regels en de werking in de praktijk. De achterliggende vraag bij positielimieten blijft: dragen positielimieten bij aan een efficiënte en ordelijke markt of veroorzaken zij het probleem waarvoor zij eigenlijk als oplossing moeten dienen.

1. Inleiding

De herziening van de Markets in Financial Instruments Directive (Richtlijn 2004/39/EC, hierna: MiFID) is aangegrepen om op Europees niveau regels te stellen aan de handel in grondstofderivaten (*commodity derivatives*). De in te voeren positielimieten en bijbehorende positierapportages vormen een van de kernonderdelen van de herziening van MiFID (hierna: MiFID II). De reden voor deze regels is onder andere 'om de buitensporige volatiliteit van de grondstoffenprijzen te temperen'.²

Een positielimiet is de maximale positie die iemand mag hebben in het een bepaald derivaat, in dit geval een grondstofderivaat (bijvoorbeeld een future). Het gaat hier dan ook niet om limieten aan posities in de grondstoffen zelf. Positielimieten zijn al gebruikelijk in de handel in grondstofderivaten maar het bijzondere aan MiFID II is dat er nu een geharmoniseerd Europees wettelijk kader wordt gecreëerd op grond waarvan positielimieten zullen worden gesteld met betrekking tot alle grondstofderivaten die op Europese handelsplatformen worden verhandeld.³ De termen grondstofderivaat en grondstof zijn enigszins misleidend want zij omvatten een bredere groep producten en instrumenten dan de naam doet vermoeden.

Het doel van dit artikel is om inzicht te geven in de MiFID II regelgeving met betrekking tot positielimieten en positierapportage en de werking in de praktijk. Ik ga uit van het door ESMA op 28 september 2015 gepubliceerde voorstel voor de Regulatory

Technical Standard met betrekking tot positielimieten (hierna: RTS) en het bijbehorende Final Report.⁴ Het gaat om technische regelgeving op een zeer specifiek terrein. Voor zover de ruimte het toelaat zal ik de achtergrond en specifieke begrippen in de tekst of een voetnoot toelichten. Zoals zal blijken zijn er nog veel vragen en onduidelijkheden en is het goed mogelijk om aan ieder te bespreken onderwerp een apart artikel te wijden.

Allereerst ga ik in op de achtergrond en het doel van de positielimieten. Vervolgens komen de reikwijdte, de wijze waarop positielimieten worden vastgesteld, netting en aggregatie, waaronder de toepassing binnen een groep, aan bod. Tenslotte behandel ik het toezicht op de naleving en de positierapportage.

2. Achtergrond

Zoals hiervoor al opgemerkt zijn positielimieten niet nieuw. In 1917 en 1922 zijn in de Verenigde Staten de eerste positielimieten geïntroduceerd voor respectievelijk mais en graan futures.⁵ Vervolgens

1. Gijs Verwilt is werkzaam voor Transtrend B.V. Hij schrijft dit artikel op persoonlijke titel.

2. Overweging 125 MiFID II.

3. Art. 57, eerste lid MiFID II.

Een handelsplatform is een geregementeerde markt, multilaterale handelsfaciliteit (MTF) of georganiseerde handelsfaciliteit (OTF), art. 4, eerste lid, onderdeel 24 MiFID II. Ik gebruik in dit artikel de algemene term 'handelsplatform' en maak om de leesbaarheid te vergroten verder geen onderscheid tussen de beleggingsonderneming die een MTF of OTF exploiteert en een marktexploitant die een geregementeerde markt exploiteert.

4. Zie ESMA 'Final Report Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR', 28 september 2015, ESMA/2015/1464 en 'Regulatory technical and implementing standards – Annex I MiFID II / MiFIR', 28 september 2015, ESMA/2015/1464, <<https://www.esma.europa.eu/news/ESMA-readies-MiFID-II-MAR-and-CSDR?t=326&o=home>>. In het bijzonder 'RTS 21: Draft regulatory technical standards on methodology for the calculation and the application of position limits for commodity derivatives traded on trading venues and economically equivalent OTC contracts', p. 403 e.v. van Annex I.

5. Een future (derivaat) is een zogenaamd termijncontract; een financieel contract tussen twee partijen die zich verbinden om op een bepaald tijdstip een bepaalde hoeveelheid van een product of financieel instrument te verhandelen tegen een vooraf bepaalde prijs. Men komt dus een transactie in de toekomst overeen. Een future kan gerelateerd zijn producten zoals grondstoffen, aandelen, of valuta. Futures zijn beursgenoteerd. Een niet beursgenoteerde 'future' wordt 'forward' genoemd. Een future is gestandaardiseerd,

zijn in de loop der jaren positielimieten geïntroduceerd voor andere contracten. Vanaf 1981 zijn handelsplatformen in de Verenigde Staten verplicht om positielimieten in te stellen voor alle contracten die op het handelsplatform worden verhandeld.^{6,7} Ook op Europese handelsplatformen zijn positielimieten niet ongebruikelijk.

Hoewel de (vermeende) rol van speculanten op de hoogte van grondstofprijzen veelvuldig wordt genoemd als aanleiding voor de positielimieten is dit niet helemaal juist. Algemeen geformuleerd is het doel van positielimieten om de stabiliteit van de markt te waarborgen en marktmisbruik te voorkomen door grenzen te stellen aan excessieve posities. Partijen die excessieve posities innemen (long of short) zouden een grote impact op de prijsvorming kunnen hebben en voor prijsschokken kunnen zorgen door grote aan- of verkopen te verrichten (in zowel de derivaten als de onderliggende grondstoffenmarkt). Ook is marktmisbruik mogelijk doordat de prijsvorming in de derivatenmarkt invloed heeft op de prijsvorming in de markt van het onderliggende product. Meer in het bijzonder is het doel te waarborgen dat de actuele prijs van de grondstof en de prijs van het betreffende grondstofderivaat in de maand waarin de levering op grond van het specifieke contract plaatsvindt niet uit elkaar lopen.⁸ De regelgeving voor positielimieten en rapportages zoals nu opgenomen in MiFID II is terug te leiden tot de top van de G20 op 25 september 2009 in Pittsburgh, Verenigde Staten. Daar is besloten dat verbeteringen moeten worden aangebracht in de regulering van de financiële- en grondstoffenmarkten om de volatiliteit van de grondstoffenprijzen te verminderen.⁹ Naar aanleiding van deze verklaring heeft de International Organisation of Securities Commissions (hierna: IOSCO) in september 2011 haar rapport 'Principles for the Regulation of Supervision of Commodity Derivatives Markets' opgesteld. Tijdens de G20 in Cannes, Frankrijk, op 4 november 2011 hebben de regeringsleiders de aanbevelingen uit dit rapport onderschreven en hebben zij verklaard dat toezichthouders de bevoegd-

heid moeten krijgen om waar nodig positielimieten vast te stellen.¹⁰

De opvatting dat speculanten een dominante invloed op de prijsvorming van grondstoffen hebben boven fundamentele factoren blijft een terugkerend punt in de politieke discussie rondom positielimieten en wordt ook expliciet genoemd in het kader van de uiteindelijke herziening van MiFID.¹¹ Met speculanten worden partijen bedoeld die geen grondstoffen produceren of deze gebruiken bijvoorbeeld voor hun productieproces. Anders geformuleerd zijn speculanten partijen die alleen beleggen in de grondstoffenmarkt om te profiteren van de prijsontwikkeling in de betreffende markt. Hier vallen ook institutionele beleggers en beleggingsfondsen onder die vaak geen kapitaal alloceren aan één specifieke grondstof maar aan de grondstoffenmarkt in brede zin omdat deze markt wordt gezien als een specifieke beleggingscategorie (*asset class*).

De term speculant wordt vaak onterecht in een negatieve context gebruikt. Onterecht, omdat een belangrijk deel van deze partijen over specialistische kennis van de betreffende markten beschikt en daarmee bereid is op te treden als tegenpartij (risiconemer) van partijen die van hun risico af willen. Zo kan een producent van voedingsmiddelen zekerheid willen hebben over de toekomstige prijs van de te gebruiken grondstoffen en daarom gebruik maken van een derivaat zoals een future. Deze partij wil van zijn risico op prijsstijging af. Er moet wel een andere partij bereid zijn om dit risico (tijdelijk) op zich te nemen. Dit kunnen niet altijd grondstofproducenten zijn. Meer partijen die bereid zijn risico te nemen zorgen voor meer liquiditeit.¹²

Hoewel dit artikel niet tot doel heeft om de vraag te beantwoorden of positie limieten noodzakelijk zijn om de invloed van speculanten op de grondstofprijzen te beperken wil ik wel aandacht besteden aan dit aspect. Naar de letter van de wet kijken zonder acht te slaan op het achterliggende doel en mogelijke neveneffecten van de betreffende regels levert een onvolledig beeld op.

Opvallend is dat ook vanuit de overheid en toezichthouders onderzoek is verricht naar de rol van speculanten op de prijsvorming van grondstoffen. In 2008 is door de Commodity Futures Trading

wat betekent dat de future ziet op b.v. een specifieke maand, een vaste hoeveelheid van het onderliggende product, een bepaalde kwaliteit en een of meer vaste locaties waar het product geleverd kan worden.

6. Ik wissel voor de leesbaarheid de term grondstoffen-derivaat af met de term contract. Een derivaat is immers ook een contract.
 7. Voor een historisch overzicht van positielimieten in de Verenigde Staten zie bijvoorbeeld: 'Position Limits and the Hedge Exemption, Brief Legislative History', D.M. Berkovitz, 28 juli 2009. <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/berkovitzstatement072809>.
 8. Art. 57, eerste lid MiFID II.
 9. Zie de verklaring van regeringsleiders naar aanleiding van de G20 bijeenkomst in Pittsburgh <https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Pittsburgh_Declaration_0.pdf>.
- Zie ook overweging 125 MiFID II.

-
10. Zie paragraaf 32 van de verklaring van regeringsleiders naar aanleiding van de G20 bijeenkomst in Cannes: <https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Declaration_eng_Cannes.pdf>.

11. Zie bijvoorbeeld de uitlatingen in het persbericht van Eurocommissaris Michel Barnier naar aanleiding van de over MiFID II bereikte overeenstemming tussen de Europese Commissie, het Europees Parlement en de Raad van Ministers: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-15_en.htm.

12. Liquiditeit wordt mede bepaald door het aantal beleggers dat belegt. Liquiditeit kan worden omgeschreven als de mate waarin het mogelijk is om met bepaalde (hoge) volumes beursgenoteerde financiële instrumenten te kopen of te verkopen zonder een significante invloed op de koers te hebben. Anders geformuleerd: tegen een reële prijs.

Commission (hierna: CFTC) in de Verenigde Staten onderzoek verricht naar de rol van speculanten op de destijds hoge olieprijs. In dat specifieke geval was de conclusie dat er geen bewijs is dat de stijging van de olieprijs tussen 2003 medio 2008 gedreven is door speculanten.¹³ De afgelopen jaren is ook in de Verenigde Staten de discussie over het nut van positielimieten weer opgelaaid naar aanleiding van voorgestelde nieuwe regelgeving. Ook binnen de Commissarissen (het bestuur) van de CFTC zijn er voor en tegenstanders van positielimieten en wordt het nut betwist.¹⁴

In Nederland concludeerde een breder onderzoek in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie: 'Er is geen goed bewijs in de wetenschappelijke literatuur dat de grote instroom van speculatie kapitaal door onder andere indexfondsen tot hogere prijzen of tot meer volatiliteit op de middellange tot lange termijn heeft geleid'.¹⁵ Ook IOSCO stelt vragetekens bij de impact van speculanten op de grondstoffenprijzen.¹⁶ Deze kanttekeningen zijn belangrijk omdat het kan betekenen dat mogelijk een verkeerd doel wordt nagestreefd wat er toe kan leiden dat de neveneffecten (de kosten) van de regelgeving de baten overtreffen. Temeer, zoals hierna aan bod zal komen, als de implementatie niet goed plaatsvindt. Mogelijke neveneffecten zijn:

1. Toezichtarbitrage: de handel verplaatst zich naar OTC-markten of naar handelsplatformen elders in de wereld.¹⁷ Dit laatste is al zichtbaar in de markt. Handelsplatformen zijn actief op zoek naar contracten en partijen die in deze contracten willen

handelen wanneer zij denken een voordeel te kunnen bieden ten opzichte van een ander handelsplatform waar vergelijkbare contracten worden verhandeld;¹⁸

2. Partijen die hun risico willen afdekken (hedgen) kunnen mogelijk minder makkelijk een tegenpartij vinden;

3. Minder marktparticipanten en/of kleinere posities kan minder liquiditeit in de markt tot gevolg hebben wat mogelijk leidt tot een hogere volatiliteit, terwijl het doel van de regelgeving juist is om volatiliteit te verminderen;¹⁹

Meer algemeen gesteld kan onzekerheid over de toepassing van de nieuwe regels het vertrouwen van marktparticipanten verminderen en daarmee terughoudend maken in hun activiteiten. Zoals hierna besproken wordt is er nog behoorlijk veel onduidelijkheid over hoe een positielimiet in de praktijk zal worden vastgesteld en hoe het toezicht hierop zal worden uitgeoefend.

3. Reikwijdte – grondstofderivaten?

Positielimieten moeten worden vastgesteld voor grondstofderivaten die op handelsplatformen worden verhandeld en economisch gelijkwaardige OTC-contracten. De verantwoordelijke toezichthouder (in MiFID termen 'de bevoegde autoriteit') is de verantwoordelijke toezichthouder voor het betreffende handelsplatform.²⁰ Onder handelsplatformen valt ook de georganiseerde handelsfaciliteit (hierna: OTF). In het kader van positielimieten is dit interessant omdat deze categorie handelsplatformen wordt geïntroduceerd door MiFID II. Het zicht op deze categorie en de daarop verhandelde grondstofderivaten ontbreekt daarom nog grotendeels.

Welke derivaten als grondstoffenderivaat kwalificeren is cryptisch verwoord. De definitie van grondstoffenderivaat is opgenomen in art. 2, eerste lid, onderdeel 30 van Verordening 600/2014 (hierna: MiFIR) en luidt (uitsplitsing GV):

'(30) 'commodity derivatives' means those financial instruments defined

- *in point (44)(c) of Article 4(1) of Directive 2014/65/EU; which relate to a commodity or an underlying referred to in Section C(10) of Annex I to Directive 2014/65/EU; or*
- *in points (5), (6), (7) and (10) of Section C of Annex I thereto;*

De definitie van grondstofderivaten verwijst naar enkele specifieke financiële instrumenten zoals opgenomen in Annex I Sectie C MiFID II. Onder andere voor de groothandel bedoelde energiecon-

13. <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/itfinterimreportoncrudeoil0708.pdf>.

14. Het stemgedrag van Commissarissen van de CFTC is openbaar. Zie bijvoorbeeld de speeches van 18 oktober 2011 van de Commissarissen waarin zij uitleg geven over hun mening over positielimieten: <<http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/index.htm>>.

Voor een samenvatting zie: <http://corpgov.law.harvard.edu/2011/11/12/toward-final-position-limit-rules-on-certain-derivatives/#more-23038>.

15. Meijerink, G.W., K. Shutes, A. Herder en J.-W. van Gelder, 'Voedselprijzen en speculatie op agrarische termijnmarkten; Literatuurstudie en interviews', LEI-rapport 2012-009. <<https://zoek.officielebekendmakingen.nl/blg-161267.pdf>>.

16. Zie Final report van de IOSCO Task Force on Commodity Futures Markets van maart 2009, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD285.pdf>: 'economic research [did] not support the proposition that the activity of speculators has systematically driven commodity market cash (physical) or futures prices up or down on a sustained basis. The Task Force recognized, however, that that there was continuing controversy surrounding the interaction between futures market trading and underlying commodity market prices and that such research was subject to data limitations.'

17. OTC: over-the-counter. De term slaat op financiële transacties die niet via een handelsplatform verlopen, maar die direct tussen twee partijen afgesloten worden.

18. Zie ook paragraaf 5.2 van het onder voetnoot 10 genoemde rapport.

19. The Economist, 'Back to the futures - Regulators are homing in on new rules to rein in speculators', 17 september 2011.

20. Art. 57, eerste lid MiFID II.

tracten die worden verhandeld op een OTF en die door middel van fysieke levering moeten worden afgewikkeld en emissierechten vallen niet onder de definitie van grondstofderivaat.²¹ Financiële instrumenten die wel onder de definitie van grondstofderivaat vallen en waarvoor positielimieten moeten worden vastgesteld zijn (verkort weergegeven):

1. verhandelbare waardebewijzen (effecten) die in contanten kunnen worden afgewikkeld en waarvan het bedrag wordt bepaald door grondstoffenprijzen of een instrument als bedoeld in Annex I C10 MiFID II. Hoewel in alle discussie rondom MiFID II weinig aandacht lijkt te worden besteed aan deze categorie wordt hier mogelijk een brede groep producten geraakt zoals *securitized derivatives*, b.v. effecten die op de beurs verhandeld kunnen worden en waarvan de waarde wordt bepaald door de waarde van een grondstof;
2. opties, futures, swaps en forwards met betrekking tot grondstoffen die in contanten moeten of mogen worden afgewikkeld of die kunnen worden afgewikkeld door middel van fysieke levering, mits zij worden verhandeld op een gereguleerde markt, een MTF of een OTF; en
3. opties, futures, swaps, forwards en andere derivatencontracten met betrekking tot klimaatvariabelen, vracht tarieven, inflatiepercentages of andere officiële economische statistieken die in contanten moeten of mogen worden afgewikkeld. naar keuze van een van de partijen, tenzij de reden het in gebreke blijven is of een andere gebeurtenis die beëindiging van het contract tot gevolg heeft, alsmede andere derivatencontracten met betrekking tot activa, rechten, verbintenissen, indices en maatregelen dan die vermeld in deel C van Annex I MiFID II en die de kenmerken van andere afgeleide financiële instrumenten bezitten.²²

Het zal duidelijk zijn dat deze onderdelen van het begrip financieel instrument nog een nadere uitwerking vereisen. Deze uitwerking zal plaatsvinden in een door de Europese Commissie vast te stellen gedelegeerde regeling. ESMA heeft in haar op 19 december 2014 aan de Europese Commissie uitgebrachte technische advies een nadere uitwerking voorgesteld van de onderdelen C6, 7 en 10 van het begrip financieel instrument zoals opgenomen in Annex I MiFID II.²³ Wat wel al duidelijk is, is dat het

begrip grondstofderivaat een zeer grote en diverse groep financiële instrumenten beslaat.

4. Vaststellen van positielimieten

4.1. Inleiding

De positielimieten worden vastgesteld door de voor het handelsplatform verantwoordelijke toezichthouder. Dit is een opvallend verschil ten opzichte van de Verenigde Staten waar behoudens enkele specifieke contracten, de bevoegdheid ligt bij de handelsplatformen. Deze laatste benadering was een meer logische en efficiëntere geweest omdat het de verplichting legt op de plek waar de inhoudelijke kennis over het contract en het onderliggende product zich bevindt alsmede alle handelsdata. Ook had de verplichting goed gepast binnen de verplichtingen die al op deze instellingen rusten. Nu zorgt de verplichting voor een extra belasting van een toezichthouder terwijl de meerwaarde niet direct zichtbaar is.

4.2. Uitgangspunten

Bij het vaststellen van een positielimiet wordt allereerst een onderscheid gemaakt tussen een positielimiet voor de zogenoemde spot maand en een limiet voor de andere maanden. Het maakt in beginsel niet uit of een contract in geld wordt afgewikkeld (*cash settled*) of door middel van fysieke levering (*physically delivered*). De spot maand is de eerstkomende contractsmaand van het betreffende derivaat waarin het onderliggende product, bijvoorbeeld graan of olie, geleverd moet worden.²⁴

Voor de spot maand is de basis voor een positielimiet 25% van de voor levering beschikbare hoeveelheid grondstof. Het is hierbij mogelijk dat ook binnen de spot maand periode (de periode tot aan de eerst mogelijke levering) verschillende limieten gelden waarbij de limiet wordt verminderd naar mate de levering dichterbij komt.²⁵ Bij de voor levering beschikbare hoeveelheid wordt uitgegaan van de aan het contract onderliggende grondstof die voldoet aan de standaarden van het betreffende contract en die beschikbaar is gedurende de spot maand. Hierbij moet worden gekeken naar de gemiddelde beschikbare hoeveelheid per maand over het afgelopen jaar en worden factoren die invloed hebben op de opslag en het aanbod van de grondstof meegenomen. Hoewel dit uitgangspunt eenvoudig klinkt zal het geen verbazing wekken dat het vaststellen van de voor levering beschikbare hoeveelheid van een product door een toezichthouder in de praktijk zeer complex zal zijn. Het is nog onduidelijk hoe en op basis van welke data de beschikbare hoeveel-

21. De bedoelde energiecontracten worden gereguleerd door Verordening 1227/2011, Regulation on Wholesale Energy Market Integrity and Transparency (hierna: REMIT).

22. Zie Annex I, C, (5), (6) en (7) MiFID II.

23. Zie 'Final Report ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR', 19 december 2014, ESMA /2014/1569, p. 399-422, < http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf>. Ter vergelijking, zie de ESMA Guidelines 'The application of the definitions in Sections C6 and C7 of Annex I of Directive 2004/39/EC

(MiFID)', 06 mei 2015, ESMA/2015/675. https://www.esma.europa.eu/system/files/2015-05-06_final_guidelines_c6_and_7.pdf.

24. Zie ook art. 2, tweede lid RTS.

25. Art. 9, derde lid RTS.

heid van de vele verschillende contracten zal worden vastgesteld. In het bijzonder zal het lastig zijn voor (i) producten met een grote OTC markt omdat de beschikbare data beperkt is en (ii) voor producten die wereldwijd beschikbaar zijn en waarbij dus een inschatting zal moeten worden gemaakt van de wereldwijd beschikbare hoeveelheid.²⁶ Hierbij moet bedacht worden dat een verkeerd vastgestelde positielimiet mogelijk ongewenste impact heeft op de handel en daarmee de prijs van het betreffende contract.

Voor de overige (niet-spot) maanden is de basis 25% van de zogenoemde 'open interest'. De open interest geeft aan hoeveel posities er op een zeker moment openstaan in een bepaald contract.²⁷ Ter illustratie:

Dag	Transactie	Open interest
1	A koopt 1 future en B verkoopt 1 future	1
2	C koopt 5 futures en D verkoopt 5 futures	6
3	A verkoopt 1 future en D koopt 1 future	5
4	E koopt 5 futures en C verkoopt 5 futures	5

Aan het einde van dag 4 heeft A geen positie, B 1 future short, C geen positie, D 4 futures short en E 5 futures long.

Voor grondstofderivaten waarvoor het niet mogelijk is om de voor levering beschikbare hoeveelheid vast te stellen is de basis ook 25% van de open interest.²⁸ De uiteindelijke positielimiet zal worden uitgedrukt in het aantal contracten, aangeduid als 'lots' of loten.²⁹ Iedere lot heeft een vastgestelde hoeveelheid van het onderliggende product.

Voor grondstofderivaten (effecten) die vallen onder art. 4, eerste lid, onderdeel 44 (c) MiFID II is de basis voor de positielimiet 25% van het aantal uitgegeven effecten. Dit uiteraard los van de limit die geldt voor de uitgevende instelling die waarschijnlijk posities in grondstofderivaten zal houden.

Na de vaststelling van de hiervoor genoemde uitgangspunten wordt het percentage aangepast naar een positielimiet tussen de 5% en 35% afhankelijk van:³⁰

- de looptijd (*maturity*) van het contract;³¹
- de voor levering beschikbare hoeveelheid. Indien deze kan worden beperkt of gecontroleerd of indien de beschikbare hoeveelheid laag is in relatie tot de voor de levering benodigde hoeveelheid zal het percentage naar beneden worden bijgesteld;³²
- open interest in het betreffende contract en andere contracten maar met dezelfde onderliggende product;³³

- de volatiliteit van de betrokken markten waaronder substituu-derivaten en de onderliggende grondstoffenmarkten;³⁴
- het aantal en omvang van de marktpartijen;³⁵
- de karakteristieke van de onderliggende grondstoffenmarkt;³⁶
- de ontwikkeling van nieuw contracten.³⁷

Voor marktpartijen is de belangrijke vraag hoe een toezichthouder bij het vaststellen van een positielimiet omgaat met de hiervoor vermelde factoren en hun onderlinge relatie. De RTS geeft per factor aan hoe het de positielimiet beïnvloed. Bijvoorbeeld als er veel marktpartijen actief zijn zal het percentage naar beneden worden bijgesteld omdat de gedachte is dat een grote positie sneller marktverstoring kan werken.³⁸

Een aparte regeling geldt voor nieuwe en illiquide contracten.³⁹ Als de open interest over alle maanden (spot en niet-spot) gedurende drie maanden niet meer dan 10.000 loten bedraagt dan zal de positielimiet worden vastgesteld op 2500 loten.

Voor effecten (art. 4, eerste lid, onderdeel 44 (c) MiFID II) wordt aangesloten bij het aantal uitgegeven effecten. Indien het aantal uitgegeven effecten niet meer bedraagt dan 10 miljoen wordt de positielimiet vastgesteld op 2,5 miljoen effecten.

Hetgeen hiervoor beschreven is de theorie. De markt voor grondstoffenderivaten is echter groot en zeer divers. Toezichthouders zullen maatwerk moeten gaan leveren om te voorkomen dat de vastgestelde positielimieten juist verstoring werken.

4.3. Procedure voor vaststellen van positielimieten

Het uitgangspunt is dat positielimieten worden vastgesteld door de voor het handelsplatform verantwoordelijke toezichthouder. Het overkoepelende toezicht op de implementatie van positielimieten ligt bij ESMA die minimaal een keer per jaar controleert hoe de nationale toezichthouders de regelgeving toepassen.⁴⁰

Indien hetzelfde grondstoffenderivaat op meerdere handelsplatformen in 'aanzienlijke hoeveelheden' wordt verhandeld ligt de bevoegdheid tot het instellen van de positielimiet in beginsel bij de toezichthouder van het handelsplatform waar het grootste volume wordt verhandeld.⁴¹ Opvallend ge-

26. Zie bijvoorbeeld: 'ISDA response to the ESMA's MiFID II/MiFIR Consultation paper of December 19 2014', <https://www2.isda.org/attachment/NzI5Nw==/MiFID%20II%20CP-%20ISDA%20Final%20Response%2002-03-2015.pdf>.

27. Zie ook art. 12 RTS.

28. Art. 13, eerste lid RTS. Zie voor een overzicht ook Final Report, tabel 41, p. 343.

29. Art. 9, tweede lid en art. 11, tweede lid RTS.

30. Art. 14 RTS.

31. Art. 16 RTS.

32. Art. 17 RTS.

33. Art. 57, derde lid, onderdeel c MiFID II en art. 18 RTS.

34. Art. 57, derde lid, onderdeel d MiFID II.

35. Art. 19 RTS.

36. Art. 57, derde lid, onderdeel f MiFID II en art. 20 RTS.

37. Art. 57, derde lid, onderdeel g MiFID II.

38. Zie voor een overzicht ook Tabel 42, Final Report p. 348-349.

39. Art. 15 RTS.

40. Art. 57, zevende lid MiFID II.

41. Art. 57, zesde lid MiFID II. Wanneer sprake is van 'hetzelfde' grondstoffenderivaat en wat wordt verstaan onder 'aanzienlijke hoeveelheden', is uitgewerkt in art. 5 RTS. Indien de betrokken toezichthouders onderling van mening verschillen kan ESMA uiteindelijk optreden om te bemiddelen en indien nodig zelf een beslissing te nemen. Zie art. 19 en 44 Verordening

noeg zegt MiFID II expliciet dat uiteindelijk dezelfde positielimieten gelden voor dezelfde contracten ongeacht waar en in welke hoeveelheid de verhandeling plaatsvindt.⁴² Het is de vraag hoe dit algemene uitgangspunt moet worden gelezen in relatie tot de hiervoor benoemde verdeling van bevoegdheid omdat die regeling alleen ziet op contracten die in 'aanzienlijke hoeveelheden' worden verhandeld.

De voorgenomen positielimieten gelden ook voor economisch equivalente grondstofderivaten die OTC worden verhandeld (zie hierna). Voordat de positielimieten in werking treden moeten ze eerst worden voorgelegd aan ESMA. Binnen twee maanden na ontvangst zal ESMA haar opinie geven waarin wordt beoordeeld of de positielimiet conform de doelstelling en berekeningsmethode is vastgesteld.⁴³ Los van de gehanteerde termijnen is deze procedure vergelijkbaar met die onder de short selling verordening.⁴⁴

De verantwoordelijke toezichthouder zal een positielimiet herzien bij een aanzienlijke verandering van de voor levering beschikbare hoeveelheid of de open interest.⁴⁵

In uitzonderlijke marktomstandigheden kan de toezichthouder besluiten om af te wijken van de voorgeschreven berekeningsmethode en striktere limieten stellen. Ook in deze situatie moet ESMA eerst worden geïnformeerd en zal ESMA binnen 24 na ontvangst haar opinie afgeven.

ESMA zal een overzicht van alle positielimieten en controles door handelsplatformen publiceren op haar website. (zie ook paragraaf 6 hierna).⁴⁶ Dit roept de vraag op in hoeverre marktpartijen mogen vertrouwen op de door ESMA gepubliceerde informatie en hoe actueel deze is.⁴⁷ Marktpartijen zullen immers op de hoogte moeten zijn van alle actuele limieten en eventuele wijzigingen. In de praktijk zullen zij gebruik maken van bedrijven die de betreffende data kunnen leveren maar marktpartijen blijven uiteraard wel zelf verantwoordelijk.

De hele procedure voor het vaststellen en publiceren van positielimieten vereist veel communicatie en uitwisseling van informatie tussen de handelsplatformen, de verantwoordelijke toezichthouder(s) en ESMA. Veel van de data die een toezichthouder nodig heeft zal afkomstig zijn van de handelsplatformen.

5. Netting en aggregatie

5.1. Netting

De positielimieten gelden voor netto posities (long minus short). Op grond van de RTS moeten de volgende posities worden meegenomen:

- Posities in grondstofderivaten die worden verhandeld op een ander handelsplatform maar waarvan gezegd kan worden dat ze feitelijk hetzelfde zijn. Dit is het geval indien de contractspecificaties en voorwaarden hetzelfde zijn (exclusief zogenoemde 'post trade risk management arrangements': kort gezegd de clearing en settlement) en indien de open interest van beide grondstofderivaten een geheel vormen;⁴⁸
- Posities in economisch equivalente grondstofderivaten die OTC worden verhandeld. Een OTC derivaat wordt als economisch equivalent gekwalificeerd als de contractspecificaties en voorwaarden hetzelfde zijn;⁴⁹

De achterliggende gedachte bij het bovenstaande is dat ESMA wil voorkomen dat positielimieten worden ontweken doordat de netto positie onder de positielimiet blijft terwijl er wel een grote positie in het beursgenoteerde grondstofderivaat is opgebouwd.⁵⁰

5.2. Aggregatie

De vervolgvraag is hoe moet worden omgegaan met posities die binnen een groep worden aangehouden door andere groepsvennootschappen. Voor de begrippen groep en dochtermaatschappij sluit MiFID II aan bij Richtlijn 2013/34/EU ('Jaarrekeningrichtlijn'). Het uitgangspunt is dat posities van dochtermaatschappijen volledig moeten worden meegenomen bij het vaststellen van de eigen netto positie, ongeacht of minder dan 100% van de aandelen van de betreffende vennootschap in bezit zijn.⁵¹ Dit uitgangspunt in combinatie met de nader uitwerking in de RTS en het Final Report leidt echter nog niet tot een duidelijke en consistente regeling voor aggregatie.

Naast het hiervoor genoemde uitgangspunt zijn er, uitgaande het Final Report en de RTS, twee elementen van belang voor de vraag of posities moeten worden meegenomen bij het vaststellen van de netto positie: de onderlinge relatie van entiteiten binnen een groep en *trading control*.^{52 53} Hoewel er geen definitie is gegeven van het begrip *trading control* kan uit het Final Report en de RTS worden afgeleid dat er sprake is van *trading control* als de beslissing

1095/2010; de oprichtingsverordening van ESMA. Zie ook art. 45 MiFIR op grond waarvan ESMA de bevoegdheid heeft om onder omstandigheden zelf informatie op te vragen en waar nodig een marktpartij te verplichten posities te verminderen of te sluiten.

42. Art. 57, tiende lid MiFID II.

43. Art. 57, vijfde lid MiFID II.

44. Verordening 236/2012.

45. Art. 57, vierde lid MiFID II.

46. Art. 57, tiende lid MiFID II.

47. Art. 57, tiende lid MiFID II.

48. Art. 5 RTS.

49. Art. 6 RTS.

50. Overweging 5 RTS.

51. Art. 4, eerste lid RTS. Zie ook 'ESMA Discussion Paper MiFID II/MiFIR', 22 mei 2014, ESMA/2014/548, paragraaf 16 en 20, p. 409.

52. ESMA lijkt haar oorspronkelijke standpunt zoals verwoord in het consultatie document te hebben verlaten. Zie 'ESMA Discussion Paper MiFID II/MiFIR', 22 mei 2014, ESMA/2014/548, p. 409 en 410.

53. Zie Final Report, paragraaf 72 p. 354.

tot het open, houden of sluiten van posities op enigerlei wijze kan worden beïnvloed.⁵⁴

Een bijzondere situatie is de toepassing van positielimieten bij beleggingsinstellingen en beheerders van beleggingsinstellingen. Hoewel de tekst van art. 4, tweede lid RTS genoeg ruimte laat voor interpretatie lijkt een moedermaatschappij van een beheerder van een beleggingsinstelling de posities van de betreffende beleggingsinstelling niet te hoeven aggregeren met haar eigen posities of die van haar dochtermaatschappijen als zij geen invloed heeft op de beleggingsbeslissingen van de beheerder. Uit de RTS en het Final Report blijkt niet duidelijk of posities van beleggingsinstellingen die worden beheerd door dezelfde beheerder bij elkaar moeten worden opgeteld of dat de positielimieten per beleggingsinstelling gelden. Als *trading control* doorslaggevend zou zijn heeft dat tot gevolg dat de positielimieten gelden op het niveau van alle beleggingsinstellingen tezamen die worden beheerd door dezelfde beheerder. Hoewel het eerste uitgangspunt wenselijk is voor marktpartijen lijkt de tweede benadering mij logisch vanuit het doel van wetgeving.

Alleen de situatie van een beheerder van een beleggingsinstelling wordt expliciet in de RTS genoemd als uitzondering op het hiervoor genoemde uitgangspunt. Het feit dat er geen *trading control* is tussen een moedermaatschappij en een dochtermaatschappij leidt uitgaande van de RTS dus niet tot de conclusie dat posities niet geaggregeerd hoeven te worden. Dit is een fundamenteel andere benadering dan momenteel in de Verenigde Staten is voorgesteld door de CFTC. Daar is kort gezegd uiteindelijk *trading control* doorslaggevend voor de vraag of posities wel of niet moeten worden geaggregeerd.⁵⁵ Het lijkt mij wenselijk dat de Europese wetgeving en de vergelijkbare wetgeving in de Verenigde Staten zoveel mogelijk hetzelfde zijn. Marktpartijen opereren immers vaak wereldwijd en ook grondstoffenmarkten zijn niet beperkt tot de plek waar de grondstofderivaten verhandeld worden.

Een belegger die in een beleggingsinstelling belegt moet uitgaande van het Final Report de posities op zijn niveau aggregeren als er sprake is van controle als bedoeld in de jaarrekeningrichtlijn.

Een belegger die een individueel vermogensbeheer mandaat heeft gegeven moet de posities altijd op zijn niveau aggregeren. Hier lijkt zeggenschap en niet *trading control* doorslaggevend. Praktisch zou deze benadering erg lastig zijn en in sommige gevallen zelfs onmogelijk omdat een belegger geen

invloed heeft op de ingenomen posities en bij een beleggingsinstelling ook geen zicht heeft op de posities. Ook hier wordt een andere benadering gekozen dan die van de CFTC.

Een stap verder is de situatie waarin er meerdere beheerders in een groep zitten. Als er geen sprake is van *trading control* tussen de betreffende beheerders of door de moedermaatschappij zou het logisch zijn dat de posities van de betreffende beheerders niet geaggregeerd hoeven worden. Dit sluit aan bij de opmerking van ESMA dat posities van zustermaatschappijen niet geaggregeerd hoeven te worden.⁵⁶ Dit leidt echter tot de conclusie dat uiteindelijk *trading control* en niet de aandeelhoudersrelatie doorslaggevend is.

Voor een niet-financiële onderneming bestaat de mogelijkheid om vooraf goedkeuring van de verantwoordelijke toezichthouder te krijgen om posities niet te aggregeren als er sprake is van posities waarvan objectief kan worden aangetoond dat ze als doel hebben risico te verminderen.⁵⁷ Wanneer sprake is van een positie die het risico vermindert is uitgewerkt in art. 7 RTS. Hierbij moet bedacht worden dat het goedkeuringsproces 21 dagen of langer kan duren en dat specifieke informatie moet worden verstrekt over de te verrichten commerciële activiteiten in de onderliggende grondstoffen, de grondstofderivaten, de omvang van de (voorgenomen) posities, behorende risico's en hoe het gebruik van de grondstofderivaten het risico zal verminderen. Bij een materiële wijziging in de omvang van de commerciële activiteiten of de handel in grondstofderivaten die invloed heeft op de eerder verstrekt informatie zal een nieuw verzoek moeten worden ingediend.⁵⁸

6. Controles en rapportage

6.1. Controle

De controle op naleving van de positielimieten ligt in de eerste plaats bij het handelsplatform waarop de grondstofderivaten worden verhandeld. Deze partijen moeten zogenoemde positiebeheercontroles invoeren.⁵⁹ Informatie hierover wordt door de verantwoordelijke toezichthouder ook aan ESMA verstrekt.⁶⁰

Naast het monitoren en de bevoegdheid om informatie in te winnen krijgt de het handelsplatform ook de bevoegdheid om in te grijpen in de gehouden posities. Een marktpartij kan worden gedwongen

54. Art. 4, tweede lid RTS en Final Report, paragraaf 72 p. 354. Als het beschrevene juist is roept dit de vraag op wanneer de beslissing wordt beïnvloed. Naar mijn mening moet het wel mogelijk zijn om vooraf grenzen te stellen aan posities.

55. Deze benadering zou gelijk zijn aan die in de door de Commodity Futures Trading Commission (hierna: CFTC) op 29 september 2015 voorgestelde regels voor aggregatie: <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2015-24596a.pdf>.

56. Zie paragraaf 65, p. 353 Final Report. Zie ook 'ESMA Discussion Paper MiFID II/MiFIR', 22 mei 2014, ESMA/2014/548, paragraaf 19, p. 409.

57. Zie art. 3, derde lid, art. 7 en art. 8 RTS. Zie voor de definitie van 'niet-financiële onderneming' art. 2, eerste lid RTS. Deze definitie is gelijk aan een niet-financiële onderneming gebaseerd op art. 1:1Wft.

58. Art. 8 RTS.

59. Art. 57, achtste en negende lid MiFID II.

60. Art. 57, tiende lid MiFID II.

posities af te bouwen of zelfs liquiditeit te verschaffen ter compensatie van een grote of dominante positie.⁶¹

6.2. Rapportage van posities

De zogenoemde positierapportages bestaan uit een dagelijkse en wekelijkse rapportage en moeten worden gelezen in combinatie met de transactierapportage zoals neergelegd in art. 26 MiFIR. Leden of deelnemers van een handelsplatform moeten dagelijks hun eigen posities en de posities van hun cliënten en de cliënten daarvan (tot aan de eind cliënt) doorgeven aan het handelsplatform.⁶² Het handelsplatform verstrekt vervolgens dagelijks een overzicht van alle posities en de houders van de betreffende posities aan de verantwoordelijke toezichthouder. Een beleggingsonderneming die grondstofderivaten (ook) OTC handelt moet dagelijks een volledig overzicht van alle posities (beursgenoteerde en OTC posities) verstrekken aan de toezichthouder die verantwoordelijk is voor het handelsplatform waar de beursgenoteerde grondstofderivaten worden verhandeld. Ook hier gaat het om de eigen posities en de posities van hun cliënten en de cliënten daarvan tot aan de eind cliënt.⁶³

Naast het dagelijkse rapport aan de verantwoordelijke toezichthouder moet het handelsplatform onder omstandigheden wekelijks een rapport openbaar maken en verstrekken aan de verantwoordelijke toezichthouder en ESMA met daarin de posities die worden houden op het handelsplatform.⁶⁴ Deze posities worden niet per cliënt openbaar gemaakt maar moeten worden onderverdeeld in cliëntcategorieën (b.v. beleggingsondernemingen, beleggingsinstellingen en handelsondernemingen/niet-financiële ondernemingen).^{65,66}

7. Conclusie

De regelgeving voor positielimieten probeert een algemeen kader te geven dat moet worden toegepast op een complexe markt die enorm is in omvang en diversiteit. Tegelijkertijd moet er bij de implementatie voor worden gewaakt dat de positielimieten niet marktverstoring of onnodige belemmerend werken. Het zou goed zijn als er meer aandacht is voor de recente discussies over positielimieten in de Verenigde Staten en in het bijzonder over aggregatie. Zowel voor begrip van de complexiteit als om te bewerkstelligen dat de regelgeving goed op elkaar aansluit. Het gaat immers om een wereldwijde markt met spelers die vaak wereldwijd opereren.

In dit artikel heb ik bij meerdere punten moeten schrijven dat er nog vragen en discussiepunten zijn. Dit ondanks maar ook dankzij de RTS. In het bijzonder aggregatie van posities binnen een groep verdient nog extra aandacht. Naar mijn mening dient de vraag te zijn of er sprake is van *trading control* om te bepalen of aggregatie vereist is of niet. Uiteindelijk is de belangrijkste vraag: dragen positielimieten bij aan een efficiënte en ordelijke markt of veroorzaken zij het probleem waarvoor zij eigenlijk als oplossing moeten dienen. Veel zal afhangen van de uiteindelijke uitvoering door de verantwoordelijke toezichthouders. De deadline van 3 januari 2017 voor de implementatie van MiFID II en de bijbehorende RTS komt mogelijk te vroeg.

61. Art. 57, achtste lid MiFID II.

62. Art. 58, derde lid MiFID II. Ik gebruik hier de formulering van MiFID II, 'leden of deelnemers'. Overweging 16 MiFID II omschrijft deze groep als 'Personen die toegang hebben tot gereglementeerde markten of MTF's worden leden of deelnemers genoemd. Beide termen kunnen door elkaar worden gebruikt. Deze termen omvatten niet, gebruikers die uitsluitend langs directe elektronische weg toegang hebben tot handelsplatformen.'

63. Art. 58, tweede lid MiFID II, art. 26 MiFIR en art. 8 REMIT.

64. Art. 58, eerste lid, onderdeel a MiFID II. ESMA maakt de informatie uit deze ontvangen rapporten ook openbaar. Zie art. 58, vierde lid MiFID II voor een overzicht van de categorieën en inhoud van het rapport. Zie de EMSA 'Consultation Paper.

Draft implementing technical standards under MiFID II', 31 augustus 2015, ESMA/2015/1301 voor de voorgestelde technische uitwerking van de rapportages. http://www.esma.europa.eu/system/files/2015-esma-1301_consultation_paper_on_mifid_ii_its.pdf.

65. Art. 58, vierde lid MiFID II.

66. Het wekelijkse rapport hoeft, uitgaande van de RTS, alleen te worden opgesteld indien de absolute omvang van de totale openstaande posities minimaal vier keer de voor levering beschikbare hoeveelheid beslaat en er minimaal 30 personen een positie in het betref-

fende contract houden. Zie ook 'Final Report ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR', 19 december 2014, ESMA /2014/1569, p. 426-427.