EUROPESE
COMMISSIE

Brussel, 26.5.2026
COM(2026) 251 final

VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

over de beoordeling door de Commissie van de markten voor grondstoffenderivaten, voor emissierechten en voor emissierechtenderivaten, overeenkomstig artikel 90, lid 5, van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFID II) (Richtlijn 2014/65/EU), zoals gewijzigd in februari 2024

LIJST VAN AFKORTINGEN 2

1. INLEIDING 3

2. GEGEVENSASPECTEN MET BETREKKING TOT GRONDSTOFFENDERIVATEN 4

3. DE VRIJSTELLING VOOR NEVENACTIVITEITEN 9

4. POSITIELIMIETEN, POSITIEBEHEERSCONTROLES EN POSITIERAPPORTAGE 14

5. CONCLUSIES 20

LIJST VAN AFKORTINGEN

AAE: vrijstelling voor nevenactiviteiten

ACER: Agentschap voor de samenwerking tussen energieregulators

CDR 2022/1299: Gedelegeerde Verordening (EU) 2022/1299 van de Commissie

CFTC: Commodities and Futures Trading Commission

CMRP: herstelpakket voor de kapitaalmarkten (Richtlijn (EU) 2021/338)

EEOTC: economisch gelijkwaardig OTC-contract

EMIR: verordening Europese marktinfrastructuur (Verordening (EU) nr. 648/2012)

ESMA: Europese Autoriteit voor effecten en markten

EU: Europese Unie

EUA: emissierechten in het kader van het EU-emissiehandelssysteem

ETS: EU-emissiehandelssysteem

IFD: richtlijn betreffende prudentiële vereisten voor beleggingsondernemingen (Richtlijn (EU) 2019/2034)

IFR: verordening betreffende prudentiële vereisten voor beleggingsondernemingen (Verordening (EU) 2019/2033)

MiFID II: richtlijn markten voor financiële instrumenten (Richtlijn 2014/65/EU)

MiFIR: verordening markten in financiële instrumenten (Verordening (EU) nr. 600/2014)

NBA: nationale bevoegde autoriteit

NRI: nationale regelgevende instantie

OTC: over-the-counter

PMC: positiebeheerscontroles

Remit: verordening betreffende de integriteit en transparantie van de groothandelsmarkt voor energie (Verordening (EU) nr. 1227/2011)

VWEU: Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie

TTF: Title Transfer Facility

TV: handelsplatform

1. INLEIDING

Grondstoffenderivaten zijn essentiële instrumenten waarmee marktdeelnemers hun risico's op de onderliggende grondstoffenmarkten (bv. energie, landbouwgrondstoffen, metalen) kunnen afdekken. Deze grondstoffenmarkten worden gekenmerkt door de deelname van voornamelijk niet-financiële entiteiten. Tot deze entiteiten behoren voornamelijk producenten van fysieke grondstoffen, nutsbedrijven, grote energie-intensieve niet-financiële ondernemingen en handelaren in fysieke grondstoffen die rechtstreeks afhankelijk zijn van de grondstoffenderivatenmarkten om de risico's van hun commerciële activiteiten te beperken.

De goede werking van grondstoffenderivatenmarkten speelt een belangrijke rol voor de stabiliteit en welvaart van de EU-economie en, wat de markten voor energiederivaten betreft, voor de betaalbaarheid van energie in de EU en de efficiënte werking van de markt. In de Clean Industrial Deal[1] en het in februari 2025 aangenomen actieplan voor betaalbare energie[2] van de Commissie wordt dan ook de nadruk gelegd op de rol van efficiënte markten, waaronder de derivatenmarkten[3]. Bovendien vormt de regeling voor grondstoffenderivaten een essentieel onderdeel van de Europese financiële markten, waarmee marktdeelnemers de mogelijkheid krijgen om risico's te beheren en te beleggen in een reeks grondstoffenderivaten, waaronder emissierechten en derivaten daarvan. De markten voor grondstoffenderivaten in de EU zijn derhalve onderworpen aan een uitgebreide reeks regels, die zijn afgestemd op de specifieke aard van deze instrumenten en hun belang voor de EU-economie.

De Europese Commissie legt dit verslag voor aan het Europees Parlement en de Raad overeenkomstig artikel 90, lid 5, van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFID II) (Richtlijn 2014/65/EU). Bij het opstellen van dit verslag heeft de Commissie, overeenkomstig de vereiste van artikel 90, lid 5, van MiFID II, de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA), de Europese Bankautoriteit (EBA) en het Agentschap voor de samenwerking tussen energieregulators (ACER) om advies verzocht. De ESMA en het ACER hebben het verzochte advies verstrekt. De EBA heeft de Europese Commissie meegedeeld dat haar advies met betrekking tot grondstoffenmarkten een grondiger analyse zou vereisen en daarom niet is opgenomen in haar antwoord op het verzoek om advies van de Commissie met het oog op de verslagen over de prudentiële vereisten die van toepassing zijn op beleggingsondernemingen[4]. Daarom is in dit verslag geen rekening gehouden met de input van de EBA.

De Europese Commissie heeft ook marktdeelnemers geraadpleegd via een gerichte raadpleging die gedurende een periode van acht weken, van februari tot en met april 2025, openstond ([5]). In totaal zijn er 94 reacties ontvangen, waarvan 67 afkomstig uit de sector (waaronder 12 beurzen en hun beursgroepen) en 12 van overheidsinstanties en markttoezichthouders. Bij het opstellen van dit verslag heeft de Commissie deze

---

1 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?uri=CELEX%3A52025DC0085.

2 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?uri=CELEX%3A52025DC0079&qid=1741780110418.

3 Zowel in de Clean Industrial Deal als in het actieplan voor betaalbare energie wordt verwezen naar de door de Commissie opgerichte Taskforce gasmarkt, die onder meer de werking van de markt voor gasderivaten heeft onderzocht.

4 Evaluatie van CfA_IFR en IFD — final.pdf.

5 Targeted consultation on the review of the functioning of commodity derivatives markets and certain aspects relating to spot energy markets 2025 - Finance.

antwoorden zorgvuldig bestudeerd en de relevante gegevens en markttrends geanalyseerd om haar beoordeling aan te vullen.

Overeenkomstig de vereiste van artikel 90, lid 5, van MiFID II wordt in het verslag voor elk van de volgende elementen beoordeeld in hoeverre deze bijdragen aan de liquiditeit en de goede werking van de Europese markten voor grondstoffenderivaten, voor emissierechten en voor derivaten daarvan:

(a) de regelingen voor positielimieten en positiebeheerscontroles aan de hand van gegevens die door de bevoegde autoriteiten aan de ESMA zijn verstrekt overeenkomstig artikel 57, leden 5 en 10, van MiFID II;

(b) de in artikel 2, lid 4, tweede en derde alinea, van de MiFID bedoelde elementen en de criteria om te bepalen wanneer een activiteit moet worden beschouwd als een nevenactiviteit van het hoofdbedrijf op groepsniveau overeenkomstig Gedelegeerde Verordening (EU) 2021/1833 van de Commissie[2], rekening houdend met i) het vermogen om transacties aan te gaan om de risico's die rechtstreeks verband houden met de commerciële activiteit of de activiteit betreffende het beheer van de kasmiddelen effectief te verminderen; ii) de toepassing vanaf 26 juni 2026 van vereisten voor beleggingsondernemingen die gespecialiseerd zijn in grondstoffenderivaten, emissierechten of derivaten daarvan, zoals vastgesteld in Verordening (EU) 2019/2033; iii) en de vereisten voor financiële tegenpartijen zoals vastgesteld in Verordening (EU) nr. 648/2012;

(c) de belangrijkste elementen voor het verkrijgen van een geharmoniseerde gegevensverzameling voor transacties op de grondstoffenderivatenmarkt, die bij één enkele verzamelende entiteit moet worden ingediend, en de relevante informatie over en het geschiktste formaat voor het openbaar maken van transactiegegevens.

Daarnaast werden in het in september 2024 gepubliceerde rapport-Draghi bepaalde voorstellen gedaan voor wijzigingen in het regelgevingskader voor grondstoffenderivatenmarkten.

2. GEGEVENSASPECTEN MET BETREKKING TOT GRONDSTOFFENDERIVATEN

Achtergrond

De handel in grondstoffenderivaten is onderworpen aan transparantie- en rapportagevereisten uit hoofde van MiFID II, MiFIR en EMIR. Die regels maken geen onderscheid op basis van de onderliggende grondstof. Bovendien zijn energiegrondstoffenderivaten ook onderworpen aan rapportagevereisten (zij het met bepalingen om dubbele rapportage te voorkomen) uit hoofde van Verordening (EU) nr. 1227/2011 (Remit).

Terwijl de rapportage aan transactieregisters in het kader van EMIR alle transacties in grondstoffenderivaten omvat waarbij ten minste één EU-tegenpartij betrokken is, verschillen de rapportagevereisten uit hoofde van MiFID II/MiFIR naargelang het soort gegevens, de entiteit die de gerapporteerde gegevens ontvangt en of de handel plaatsvindt

op een handelsplatform. MiFIR bevat tevens nadere bepalingen over de voorwaarden waaronder bepaalde pretransactionele (order-) en transactiegegevens met betrekking tot financiële instrumenten publiekelijk moeten worden verspreid. In MiFID II is bepaald dat handelsplatformen dagelijks informatie over posities moeten melden aan de nationale bevoegde autoriteiten met betrekking tot marktdeelnemers die op hun handelsplatform actief zijn[6]. Marktdeelnemers zijn op hun beurt verplicht om dagelijks hun posities in derivatencontracten die op een handelsplatform worden verhandeld, aan dat platform te melden[7]. Ten slotte moeten beleggingsondernemingen posities in economisch gelijkwaardige OTC-contracten dagelijks aan de betrokken nationale bevoegde autoriteit[8] melden[9].

Op grond van Remit, zoals gewijzigd bij Verordening (EU) 2024/1106 (Remit II) en Uitvoeringsverordening (EU) nr. 1348/2014 (Remit IR), zijn gedetailleerde rapportagevereisten ingevoerd voor transacties en handelsorders in verband met voor de groothandel bestemde energieproducten[10].

In het kader van Remit II, die in mei 2024 in werking is getreden, is de verplichting vastgelegd om mechanismen voor gegevensuitwisseling in te stellen tussen verschillende toezichthouders, waaronder het ACER, de ESMA, Eurofisc, de Europese Commissie, nationale regelgevende instanties, nationale bevoegde autoriteiten en andere betrokken autoriteiten in de EU. Aangezien in Remit energiederivaten als voor de groothandel bestemde energieproducten worden beschouwd, wordt met specifieke bepalingen in Remit II bovendien voorkomen dat er dubbele rapportage plaatsvindt, zowel op grond van de financiële regels als op grond van Remit II. In Remit II is derhalve bepaald dat personen die transacties hebben gerapporteerd overeenkomstig MiFIR of EMIR, niet onderworpen mogen worden aan dubbele rapportageverplichtingen met betrekking tot die transacties[11].

Het huidige regelgevingskader levert meerdere rapportagekanalen op, waarbij de toegang tot gegevens beperkt blijft tot bepaalde toezichthouders. Zo ontvangen het ACER en de nationale regelgevende instanties bijvoorbeeld gegevens over voor de groothandel bestemde energieproducten (naast bepaalde financiële gegevens via toegang tot gegevens van EMIR-transactieregisters met betrekking tot voor de groothandel bestemde energieproducten die ook als financiële instrumenten kunnen worden aangemerkt), terwijl de ESMA en de nationale bevoegde autoriteiten financiële gegevens ontvangen. Deze scheiding houdt in dat de gegevens waarover energieregulators beschikken, niet altijd bij de financiële toezichthouders terechtkomen, en omgekeerd, wat het marktoverschrijdend toezicht kan belemmeren. Zo hebben de ESMA en de nationale bevoegde autoriteiten geen systematische toegang tot gegevens over "C6-carve-out"-producten en spotmarktproducten die aan het ACER worden gerapporteerd. Bovendien bemoeilijken de uiteenlopende rapportagestandaarden van MiFIR/EMIR en Remit II de rapportage en gegevensanalyse, zelfs voor verwante producten.

---

6 Artikel 58, lid 1, MiFID II.

7 Artikel 58, lid 3, MiFID II.

8 Aan de nationale bevoegde autoriteit van de meest liquide markt voor het grondstoffenderivaat waaraan het OTC-contract gelijkwaardig is.

9 Artikel 58, lid 2, MiFID II.

10 Artikel 2, lid 4, van Remit II.

11 In artikel 6, lid 5, van Remit IR is verder bepaald: "Wanneer personen de bijzonderheden van transacties hebben gemeld overeenkomstig artikel 26 van Verordening (EU) nr. 600/2014 of artikel 9 van Verordening (EU) nr. 648/2012, worden zij geacht hun verplichtingen aangaande de rapportage met betrekking tot bedoelde bijzonderheden overeenkomstig artikel 8, lid 1, van Verordening (EU) nr. 1227/2011 te zijn nagekomen".

De raadpleging van belanghebbenden had betrekking op meerdere gegevensaspecten. Er is onderzocht of de ESMA via de nationale bevoegde autoriteiten voldoende toegang had tot transactiegegevens. Ook is nagegaan op welke gebieden informatie-uitwisseling en toegang tot relevante informatie konden worden verbeterd of gestroomlijnd en of de rapportage beter kon worden geharmoniseerd tussen de financiële regels en de regels op energiegebied. Een van de mogelijke opties die tijdens de raadpleging aan de orde kwam, was de invoering van een gecentraliseerd mechanisme voor het verzamelen van gegevens met betrekking tot spot- en derivatencontracten. De raadpleging had verder tot doel te verduidelijken of, in het kader van een gecentraliseerd mechanisme voor gegevensverzameling, de rapportage van de relevante gegevens moet worden uitgevoerd door i) transactieregisters, ii) geregistreerde rapportagemechanismen (RRM's), iii) een derde entiteit die ook de relevante gegevens van transactieregisters en RRM's zou consolideren en gelijke toegang zou waarborgen voor alle toezichthouders, zoals de ESMA, het ACER, nationale regelgevende instanties, nationale bevoegde autoriteiten en de Commissie, of iv) een andere entiteit. Ten slotte werd in het kader van de raadpleging ook gevraagd of het centrale mechanisme voor het verzamelen van gegevens tevens zou kunnen fungeren als een éénloketsysteem voor de rapportage van gegevens door marktdeelnemers die actief zijn op zowel de fysieke/spotmarkten voor grondstoffen als de derivatenmarkten, waarmee de rapportagelast voor grondstoffenhandelaren zou worden verlicht. Tot slot werd in de raadpleging gevraagd of een alternatieve methode voor het gecentraliseerde mechanisme voor het verzamelen van gegevens moet worden overwogen, waarbij de nationale bevoegde autoriteiten systematisch toegang zouden hebben tot de databank van het ACER en omgekeerd.

Ten slotte werd in het rapport-Draghi van 2024 aanbevolen transactie- en positiegegevens met betrekking tot OTC-energiederivaten te verzamelen. De Commissie merkt op dat EMIR reeds voorziet in de rapportage van alle derivatentransacties, met inbegrip van OTC-transacties, waarbij ten minste één EU-tegenpartij betrokken is. Daarentegen geldt, zoals vermeld in punt 4 van dit verslag, dat entiteiten die geen beleggingsonderneming zijn, momenteel niet verplicht zijn om OTC-posities aan de EU-toezichthouders te melden[12].

Feedback van belanghebbenden en beoordeling

Wat de harmonisatie van rapportage betreft, was meer dan de helft van de respondenten het ermee eens dat de rapportage, bijvoorbeeld over transacties, in het kader van Remit II en MiFID II/MiFIR/EMIR moet worden gestroomlijnd en dat dubbele rapportage moet worden voorkomen. Zij benadrukten niettemin dat de kaders voor financiële en energierapportage elk een ander doel dienen en unieke kenmerken hebben, en waarschuwden voor onmiddellijke wijzigingen in de respectieve rapportageregelingen, mede gezien de uitvoeringskosten die dergelijke wijzigingen met zich mee kunnen brengen. Gezien de mogelijke kosten van dit proces waren de deelnemers van mening dat er, alvorens met harmonisatiewerkzaamheden te beginnen, een effectbeoordeling en een kosten-batenanalyse moeten worden uitgevoerd. Negen vertegenwoordigers uit de sector, waaronder drie handelsplatformen en één beursgroep die voorstander zijn van harmonisatie, pleitten uitdrukkelijk voor een geleidelijke, stapsgewijze aanpak, waarbij eerst de gegevensuitwisseling tussen regelgevende instanties moet worden verbeterd, alvorens een herziening van de bestaande rapportagevereisten in overweging wordt genomen. Verschillende respondenten uit de toezichthoudende en regelgevende sector stelden voor om gemeenschappelijke rapportagevelden voor zowel financiële als

[12] Tenzij zij transacties verrichten via een EU-beleggingsonderneming; in dat geval zorgt de beleggingsonderneming voor de melding.

energiegegevens vast te stellen, waaronder het gebruik van gemeenschappelijke unieke identificatiecodes op basis van mondiale normen.

De Commissie erkent dat de herziening van de rapportagestandaarden weliswaar op lange termijn voordelen zal opleveren in de vorm van een vereenvoudigd kader, maar op korte termijn ook wijzigingen in de rapportageformaten met zich meebrengt, met de bijbehorende aanpassingskosten. Bovendien zou dit de rapportage van andere categorieën derivaten in het kader van EMIR kunnen bemoeilijken, aangezien de EMIR-rapportage niet beperkt blijft tot grondstoffenderivaten.

De belanghebbenden waren verdeeld over het idee om een gecentraliseerd mechanisme voor het verzamelen van gegevens in te voeren. De helft van de respondenten was van mening dat een dergelijk gecentraliseerd mechanisme de rapportage zou kunnen vergemakkelijken, mits het voortbouwt op de bestaande infrastructuur en geen nieuwe gegevensvereisten of extra lagen van complexiteit of kosten met zich meebrengt. De andere helft daarentegen maakte zich zorgen over de uitvoeringskosten en wees op de inherente verschillen tussen de markten, die de huidige uiteenlopende rapportageregelingen rechtvaardigen. Twee toezichthouders merkten op dat een gecentraliseerde rapportage de nationale bevoegde autoriteiten, nationale regelgevende instanties, de ESMA en het ACER toegang zou geven tot dezelfde uitgebreide en geconsolideerde gegevensverzameling, waardoor zij een holistisch overzicht zouden krijgen van zowel de fysieke markten als de derivatenmarkten.

Daarnaast werden er, zelfs onder de voorstanders van een dergelijk gecentraliseerd mechanisme, suggesties gedaan om de bestaande REMIT II-bepalingen, die voorzien in uitgebreide mechanismen voor samenwerking en informatie-uitwisseling tussen verschillende toezichthouders, in de financiële regels te gebruiken en te reproduceren om de gegevensstroom tussen het ACER en de financiële autoriteiten (en omgekeerd) te verbeteren, als een kostenefficiëntere oplossing. Een dergelijke aanpak zou ook ad-hocverzoeken voorkomen. De belanghebbenden stonden dan ook meer open voor het idee om de gegevensuitwisseling tussen regulators te verbeteren dan voor de invoering van een geheel nieuw mechanisme. De Commissie is het ermee eens dat een meer systematische en geïnstitutionaliseerde gegevensuitwisseling en wederzijdse toegang tot gegevens voor zowel financiële toezichthouders als energieregulators zeer wenselijk zou zijn.

Bij het overwegen van wijzigingen in de regels inzake pretransactionele en posttransactionele transparantie (met name wat betreft handelsactiviteiten op multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's) en georganiseerde handelsfaciliteiten (OTF's)), was 70 % van de respondenten tegen elke wijziging van de huidige regels, waarbij zij wezen op de mogelijke blootstelling van deelnemers met betrekking tot hun afdekkingsstrategieën en het unieke karakter van de grondstoffenmarkten. Sommige respondenten wezen erop dat vóór de herziening van MiFIR[13] grondstoffenderivaten die op MTF's en OTF's werden verhandeld, juist vanwege het feit dat ze op die handelsplatformen werden verhandeld, onderworpen waren aan regels inzake pretransactionele en posttransactionele transparantie. In de herziening werd geconcludeerd dat het toepassingsgebied van de transparantie voor derivaten niet mag berusten op het begrip "verhandeld op een handelsplatform" vanwege het gebrek aan fungibiliteit van deze contracten. De respondenten stelden dat transparantievereisten alleen van toepassing zouden moeten zijn

[13] Verordening (EU) 2024/2809 van het Europees Parlement en de Raad van 23 oktober 2024 tot wijziging van de Verordeningen (EU) 2017/1129, (EU) nr. 596/2014 en (EU) nr. 600/2014 om publieke kapitaalmarkten in de Unie aantrekkelijker te maken voor ondernemingen en de toegang tot kapitaal voor kleine en middelgrote ondernemingen te vergemakkelijken.

op derivaten die voldoende gestandaardiseerd zijn, zodat de daarover gepubliceerde gegevens zinvol zijn voor marktdeelnemers. De Commissie erkent dat de handelsactiviteit in grondstoffenderivaten momenteel hoe dan ook marginaal is op OTF's (0,3 % van de verhandelde volumes in 2024)[14] en niet bestaat op MTF's[15].

44 van de 48 respondenten die zich over dit onderwerp hebben uitgesproken, waren tegen de opname van pretransactionele en posttransactionele gegevens over op de beurs verhandelde grondstoffenderivaten in de consolidated tape. Velen van hen merkten op dat op de beurs verhandelde derivaten, in tegenstelling tot OTC-derivaten, op gereglementeerde markten worden verhandeld, wat betekent dat de koersen en handelsvolumes al openbaar beschikbaar zijn en dat de handelsactiviteit geconcentreerd is op een zeer klein aantal gereglementeerde markten (waardoor de meerwaarde van een consolidated tape voor deze activaklasse wordt beperkt). Slechts vier deelnemers uit de energiesector spraken hun steun uit voor het idee om pretransactionele en/of posttransactionele gegevens over op de beurs verhandelde grondstoffenderivaten in de consolidated tape op te nemen.

Conclusie van de beoordeling door de Commissie

De Commissie erkent dat het huidige rapportagekader voor grondstoffenderivaten complex is. Dit geldt met name voor energiegrondstoffenderivaten, aangezien zowel de onderliggende spotmarkt als energiederivaten onderworpen zijn aan specifieke rapportageverplichtingen in het kader van Remit II, terwijl deze laatste ook worden gerapporteerd in het kader van het financieel kader (in tegenstelling tot andere soorten grondstoffenderivaten die alleen worden gerapporteerd in het kader van financiële wetgeving). Hoewel Remit II, zoals hierboven vermeld, voorziet in bepalingen om dubbele rapportage te voorkomen, is er wellicht nog ruimte voor efficiëntieverbeteringen in de bestaande rapportageprocessen.

Hoewel de harmonisatie van rapportagestandaarden en de stroomlijning van rapportagevereisten de desbetreffende kaders zouden helpen vereenvoudigen, de lasten voor ondernemingen zouden verminderen en de door toezichthouders gebruikte gegevens zouden rationaliseren, zou dit een grondige beoordeling vereisen van de noodzakelijke wijzigingen in de desbetreffende wetgeving en van de daaraan verbonden kosten voor zowel marktdeelnemers als toezichthouders/regulators. Evenzo zou de invoering van één enkel rapportagemechanisme, hoewel dit als eindresultaat over het algemeen wenselijk is, aanzienlijke uitdagingen met zich mee kunnen brengen wat betreft de uitvoeringskosten en de potentiële problemen bij het onderscheiden van de rapportage over grondstoffenderivaten van de rapportage over andere derivaten.

In het kader van een mogelijke stapsgewijze aanpak zouden kortetermijnmaatregelen kunnen worden onderzocht om gegevensuitwisseling tussen overheidsinstanties te vergemakkelijken en de interoperabiliteit van gegevensverzamelingen te verbeteren. Dit zou onder meer kunnen inhouden dat gegevensuitwisselingen tussen financiële toezichthouders en energieregulators wordt geïnstitutionaliseerd, waarbij systematische toegang tot de respectieve toezichtsgegevens wordt verleend, waardoor ad-hocverzoeken om toegang overbodig worden. De Commissie zou ook kunnen onderzoeken of er unieke

[14] Dit is ook te wijten aan het feit dat fysiek afgewikkelde contracten die op OTF's worden verhandeld, buiten de financiële wetgeving vallen en daarom niet als financiële instrumenten worden beschouwd ("C6-carve-out"-producten).

[15] Bron: ESMA-gegevens.

identiteitscodes kunnen worden ingevoerd voor transacties die zowel in het kader van de financiële regelgeving als in dat van de energieregelgeving worden gerapporteerd.

Wat ten slotte de vereisten inzake pretransactionele en posttransactionele transparantie betreft, is de Commissie van mening dat het huidige kader een toereikend niveau van openbare informatie waarborgt en dat er in dit verband derhalve geen wijzigingen nodig zijn. Deze conclusies gelden ook voor contracten met betrekking tot emissierechten en emissierechtenderivaten.

3. DE VRIJSTELLING VOOR NEVENACTIVITEITEN

Rol en taken

De grondstoffenderivatenmarkten worden gekenmerkt door de prominente aanwezigheid van entiteiten waarvan het hoofdbedrijf niet het verlenen van financiële diensten is, maar die gebruikmaken van derivatenmarkten om hun posities op de onderliggende fysieke markten af te dekken of, in sommige gevallen, om te profiteren van marktbewegingen en zo winst te genereren.

De niet-financiële entiteiten vertegenwoordigen ongeveer twee derde van de deelnemers aan de termijnmarkt voor aardgas[16] en ongeveer 60 % van de deelnemers aan de termijnmarkt voor tarwe[17] wat betreft de posities die zij op hun respectieve markten innemen. Sommige niet-financiële entiteiten treden ook op als marktmakers en kunnen zowel op de fysieke/spotmarkt als op de derivatenmarkt actief zijn. De in artikel 2, lid 1, punt j), van MiFID II vastgestelde vrijstelling voor nevenactiviteiten stelt momenteel bepaalde niet-financiëlemarktdeelnemers die grondstoffenderivaten verhandelen, vrij van het vereiste om een vergunning uit hoofde van MiFID II (en de bijbehorende nalevingsvereisten) te verkrijgen indien deze handelsactiviteit voor eigen rekening wordt verricht en geen verband houdt met de uitvoering van orders van cliënten, of indien zij beleggingsdiensten in grondstoffenderivaten, emissierechten of derivaten daarvan verleent aan cliënten of leveranciers van hun hoofdbedrijf, mits de activiteit individueel of op geaggregeerde basis als “nevenactiviteit” van hun hoofdbedrijf wordt beschouwd.

Er worden drie alternatieve toetsen in het kader van MiFID II gebruikt om te bepalen of de activiteiten van een onderneming nevenactiviteiten zijn ten opzichte van haar hoofdbedrijf. Het voldoen aan één van deze criteria is voldoende om voor de vrijstelling in aanmerking te komen:

- de *de-minimis-toets*, voor entiteiten waarvan de netto uitstaande nominale blootstelling aan grondstoffenderivaten of emissierechten of derivaten daarvan voor afwikkeling in contanten die in de EU worden verhandeld, met uitzondering van grondstoffenderivaten of emissierechten of derivaten daarvan die op een handelsplatform worden verhandeld, onder een jaarlijkse drempel van 3 miljard EUR ligt;

16 esma70-446-775_preliminary_data_report_on_mcm.pdf.

17 Analysis of MIFID II position data on commodity derivatives: who are the market participants and what is their weight in the matif grain derivatives segment?.

- de *handelstoets*, voor entiteiten waarvan de omvang van de activiteiten met betrekking tot grondstoffenderivaten 50 % of minder uitmaakt van de totale omvang van de handelsactiviteiten van de groep;

- de toets van het *aangewende kapitaal*, voor entiteiten waarvan het geschatte aangewende kapitaal voor de uitvoering van hun activiteiten met betrekking tot grondstoffenderivaten niet meer dan 50 % uitmaakt van het aangewende kapitaal op groepsniveau voor de uitvoering van het hoofdbedrijf.

Opgemerkt wordt dat alle bovengenoemde drempels handelsactiviteiten in verband met afdekking uitsluiten.

De kwalificatie als beleggingsonderneming in het kader van MiFID II heeft verstrekkende gevolgen. Dit houdt niet alleen de toepassing in van de organisatorische en operationele vereisten van MiFID II (en de daarmee samenhangende toezichthoudende rol en sanctiebevoegdheden van de nationale bevoegde autoriteiten), maar betekent ook dat de onderneming wordt aangemerkt als financiële tegenpartij in de zin van Verordening (EU) nr. 648/2012 (EMIR), met name de bijbehorende vereisten inzake de uitwisseling van bilaterale margins bij het verrichten van derivatenhandel en de toepassing van het prudentiële regime krachtens Verordening (EU) 2019/2033 (verordening betreffende prudentiële vereisten voor beleggingsondernemingen, IFR) en Richtlijn (EU) 2019/2034 (richtlijn betreffende prudentiële vereisten voor beleggingsondernemingen, IFD), met inbegrip van de bijbehorende kapitaal- en liquiditeitsvereisten. Opgemerkt wordt echter dat een aantal belangrijke vereisten uit de financiële regels van toepassing zijn op alle entiteiten, ongeacht of zij als beleggingsonderneming kunnen worden aangemerkt. Dit omvat vereisten met betrekking tot marktmisbruik, positielimieten en rapportage uit hoofde van EMIR.

In 2021 werden met het herstelpakket voor de kapitaalmarkten diverse wijzigingen doorgevoerd om de administratieve lasten voor ervaren beleggers in hun zakelijke relaties te verminderen en om opkomende grondstoffenmarkten de kans te bieden hun liquiditeit verder te ontwikkelen, te verdiepen en te verbeteren. Richtlijn (EU) 2021/338 heeft de toets voor de vrijstelling voor nevenactiviteiten vereenvoudigd door de invoering van de bovengenoemde, op blootstelling gebaseerde de-minimisdrempel. De verplichting voor marktdeelnemers om jaarlijks aan te geven of zij aan de criteria voor de vrijstelling voor nevenactiviteiten voldoen, is geschrapt en vervangen door de mogelijkheid voor nationale bevoegde autoriteiten om op ad-hocbasis informatie op te vragen.

Ook in andere rechtsgebieden, zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, gelden regels om te voorkomen dat entiteiten die grondstoffenderivaten als nevenactiviteit verhandelen onder de financiële wetgeving vallen. In de Verenigde Staten worden entiteiten waarvan de bruto-omzet uit swaptransacties over een periode van twaalf maanden niet hoger is dan 8 miljard USD, op grond van de *Swap Dealer De Minimis Exception* vrijgesteld van de verplichting om zich bij de CFTC te registreren. De Amerikaanse vrijstelling geldt uitsluitend voor handelsactiviteiten ten behoeve van een cliënt en sluit handelsactiviteiten voor eigen rekening uit van de berekening van de drempelwaarden. Op dit moment zijn er geen aanwijzingen dat andere belangrijke rechtsgebieden voornemens zijn hun functionele equivalent van de vrijstelling voor nevenactiviteiten aan te scherpen.

Ten slotte wordt in het rapport-Draghi gewezen op de mogelijke voordelen van het toekennen van de status van beleggingsonderneming aan grote marktdeelnemers, met

name in de energiesector, teneinde de markttransparantie te vergroten en het risico op wangedrag te verminderen.

Feedback van belanghebbenden en beoordeling

Tijdens de raadpleging van belanghebbenden werden alle relevante aspecten van de werking van de vrijstelling voor nevenactiviteiten uitvoerig onderzocht, zoals het nut van de vrijstelling als zodanig, de geschiktheid van de drie toetsen en de toereikendheid van de methoden (bv. drempelwaarden op basis van brutobedragen versus drempelwaarden op basis van nettobedragen).

Belanghebbenden wezen er herhaaldelijk op dat de vrijstelling voor nevenactiviteiten van groot belang is om ervoor te zorgen dat voornamelijk niet-financiële spelers actief blijven op de grondstoffenmarkten. Belanghebbenden voerden aan dat de vrijstelling niet alleen nodig was voor dergelijke entiteiten om hun commerciële blootstellingen adequaat af te dekken en hun activiteiten op efficiënte wijze te plannen, maar ook om de diepte van de grondstoffenderivatenmarkten in de Unie in stand te houden. De respondenten wezen ook op de meerwaarde van niet-afdekkingsgerelateerde handelsactiviteiten, onder meer door niet-financiële ondernemingen die profiteren van de vrijstelling voor nevenactiviteiten, voor de liquiditeit en diepte van de markt, een lagere concentratie en de koersvorming, omdat zij deskundige inzichten in de markt inbrengen.

De belanghebbenden waren het vrijwel unaniem eens over de noodzaak om op dit gebied regelgevingsstabiliteit in stand te houden, naar aanleiding van de wijzigingen die in 2021 met het herstelpakket voor de kapitaalmarkten zijn doorgevoerd. Voorstellen om de toets te vereenvoudigen, bv. door uitsluitend de nadruk te leggen op handel voor eigen rekening, zoals in andere rechtsgebieden het geval is, en voorstellen om de toets aan te scherpen, werden om soortgelijke redenen afgewezen, met het oog op het behoud van regelgevingsstabiliteit.

Uit de raadpleging van de belanghebbenden bleek in het algemeen dat een aanscherping van de vrijstelling voor nevenactiviteiten verstrekkende gevolgen zou hebben voor de bedrijfsvoering van ondernemingen die momenteel van deze vrijstelling profiteren. Dit standpunt werd grotendeels gedeeld door vertegenwoordigers van de sector en regulators. De belangrijkste kostenfactoren die werden vastgesteld, waren:

(i) prudentiële verplichtingen die voortvloeien uit de toepassing van kapitaal- en liquiditeitsvereisten van IFR/IFD;
(ii) marginvereisten voor OTC-transacties die voortvloeien uit een herkwalificatie als financiële tegenpartij uit hoofde van EMIR, en
(iii) totale nalevingskosten in verband met de MiFID II-vereisten.

De respondenten van de raadpleging, waaronder drie overheidsinstanties, uitten hun bezorgdheid dat een aanscherping van de voorwaarden voor de vrijstelling voor nevenactiviteiten zou kunnen leiden tot een sterke stijging van de bedrijfskosten of tot problemen bij een adequaat risicobeheer (bv. als gevolg van verslechterde marktomstandigheden, zie hieronder). De Commissie erkent dat dergelijke wijzigingen kunnen leiden tot extra nalevingskosten en, op basis van de huidige prudentiële regels, tot extra kapitaalbeperkingen voor prudentiële doeleinden. Hoewel deze elementen moeten worden beoordeeld in het licht van de verwachte voordelen, en hoewel een aanscherping van de vrijstelling voor nevenactiviteiten in theorie risicovolle handelsactiviteiten zou kunnen verminderen door de niet-afdekkingsgerelateerde handelsactiviteiten van de

huidige begunstigden te beperken, merkten de respondenten op dat deze situatie niettemin het risico met zich zou kunnen meebrengen dat sommige ondernemingen, die momenteel niet onderworpen zijn aan financiële gedragsregels en prudentiële regels, zich uit deze markten terugtrekken. Een grootschalige terugtrekking door bestaande ondernemingen zou, tenzij deze worden vervangen door nieuwe marktdeelnemers, kunnen leiden tot een afname van de diepte, liquiditeit en efficiëntie van de grondstoffenmarkten, met als gevolg meer geconcentreerde markten, hogere kosten en een lagere betrouwbaarheid van de afdekking. Verschillende belanghebbenden merkten op dat deze hogere kosten, hetzij direct, hetzij als gevolg van onvolledige afdekking, uiteindelijk in de vorm van hogere grondstoffenprijzen aan eindafnemers zouden kunnen worden doorberekend.

De raadpleging had tevens tot doel na te gaan of belanghebbenden van mening waren dat prudentiële vereisten hadden kunnen bijdragen aan het verminderen van de liquiditeitsstress waarmee sommige marktdeelnemers tijdens de energiecrisis van 2022 en de daarmee samenhangende periode van sterk toegenomen margin calls te maken hebben gehad. Op één belanghebbende na waren alle respondenten van mening dat dergelijke vereisten de situatie niet zouden hebben verlicht en deze zelfs hadden kunnen verslechteren door de toegang tot liquiditeit verder te beperken.

Sommige belanghebbenden wezen erop dat verschillende belangrijke bepalingen met betrekking tot de handel in grondstoffenderivaten, zoals regels inzake marktmisbruik, positierapportage en positielimieten, alsook EMIR-rapportage, van toepassing zijn ongeacht de regelgevingsstatus van grondstoffenhandelaren. Deze belanghebbenden plaatsten vraagtekens bij de noodzaak en de meerwaarde van de verplichting voor grondstoffenhandelaren om de status van volwaardige beleggingsonderneming te verwerven. Slechts drie van de 73 respondenten die op dit punt feedback gaven, stonden open voor het idee om de regeling inzake vrijstelling voor nevenactiviteiten te herzien, en daarvan pleitte er slechts één expliciet voor een hervorming. Twee overheidsinstanties (uit dezelfde lidstaat) merkten op dat indien de vrijstelling voor nevenactiviteiten wordt herzien, een op maat gesneden prudentieel regime voor grondstoffenhandelaren moet worden ingesteld om rekening te houden met hun specifieke risicoprofielen en bedrijfsmodellen. De Commissie merkt op dat, wat het toezicht op het gedrag en het markttoezicht betreft, de respondenten geen elementen hebben aangedragen die erop wijzen dat een aanscherping van de vrijstelling voor nevenactiviteiten de integriteit van de markten zou versterken.

De Commissie merkt op dat veel deelnemers van mening waren dat de aanscherping van de regeling inzake vrijstelling voor nevenactiviteiten de marktdeelnemers op de grondstoffenmarkt in de EU een concurrentienadeel zou opleveren ten opzichte van hun internationale tegenhangers, vooral omdat andere rechtsgebieden flexibelere regelgevingskaders toepassen.

Wat de structuur en werking van de drie toetsen betreft, bleek uit de raadpleging dat alle drie de toetsen waardevol zijn en door de respondenten worden gebruikt. Dit ondanks het feit dat de Commissie ervan uitgaat dat geen enkele entiteit die momenteel van de vrijstelling voor nevenactiviteiten profiteert, de de-minimistoets niet zou doorstaan. De belanghebbenden waren van mening dat het wijzigen of afschaffen van een van deze toetsen aanpassingskosten met zich mee zou brengen voor marktdeelnemers, die reeds systemen en procedures hebben ingevoerd om aan de door hen gekozen toets te voldoen.

Evenzo waren de belanghebbenden van mening dat wijzigingen in de methoden voor de berekening van de desbetreffende drempelwaarden onnodige aanpassingen met zich mee

zouden brengen. Meer in het bijzonder werd de overstap naar drempelwaarden op basis van de bruto handelsactiviteit, zoals die in de Verenigde Staten worden gehanteerd en die zijn gebaseerd op de totale handelsactiviteit, door de respondenten beschouwd als onverenigbaar met de risicogebaseerde benadering van MiFID II, die het best tot uiting komt in drempelwaarden op basis van de netto handelsactiviteit.

Tot slot was meer dan de helft van de respondenten van mening dat de wijziging van het herstelpakket voor de kapitaalmarkten de administratieve lasten en bureaucratie heeft verminderd wat betreft de afschaffing van de jaarlijkse kennisgevingen over de naleving van de drempelwaarden voor vrijstelling voor nevenactiviteiten door handelaren in grondstoffenderivaten. Meerdere respondenten benadrukten dat de nationale bevoegde autoriteiten nog steeds op ad-hocbasis informatie kunnen opvragen, naast de informatie die reeds wordt verstrekt op basis van de MiFID II- en EMIR-rapportage. Sommige respondenten stelden echter voor om een eenmalige eerste kennisgeving aan één nationale bevoegde autoriteit of de ESMA te overwegen om een EU-breed register bij te houden van entiteiten die actief zijn op de grondstoffenderivatenmarkten. Hoewel een dergelijke kennisgeving niet buitensporig belastend is voor ondernemingen, zou deze de toezichthouders een volledig beeld kunnen verschaffen van de marktdeelnemers (met name indien deze gepaard gaat met een kennisgeving van ondernemingen die hun activiteiten op de grondstoffenderivatenmarkten staken).

Conclusie van de beoordeling door de Commissie

Op basis van de feedback van belanghebbenden zijn er geen wezenlijke elementen gemeld die erop zouden wijzen dat de vrijstelling voor nevenactiviteiten niet naar behoren functioneert. Ook op basis van deze feedback lijkt het erop dat een wijziging van het toepassingsgebied en de werking van de vrijstelling voor nevenactiviteiten aanzienlijke en verstrekkende gevolgen kan hebben, die mogelijk van invloed zijn op het concurrentievermogen van EU-ondernemingen op de grondstoffenderivatenmarkten. Op dit moment wijzen de reacties van de belanghebbenden er niet op dat de vrijstelling voor nevenactiviteiten dringend moet worden aangepast. In dit verband merkt de Commissie op dat belangrijke gedragsregels, met name op het gebied van marktmisbruik en positielimieten, reeds van toepassing zijn, ongeacht of de handelende entiteiten de status van beleggingsonderneming hebben.

Mocht in een later stadium een herziening van de vrijstelling voor nevenactiviteiten worden overwogen, waardoor mogelijk meer entiteiten als beleggingsondernemingen aan vergunning en toezicht zouden worden onderworpen, dan zou het passender zijn om een op maat gesneden prudentieel regime in te voeren dat aansluit bij het risicoprofiel van ondernemingen die actief zijn op de grondstoffenderivatenmarkten. Niettegenstaande het bovenstaande zou de Commissie, zoals door sommige belanghebbenden is voorgesteld, kunnen overwegen dat alle entiteiten die actief zijn op de grondstoffenderivatenmarkten bij het starten en stopzetten van hun activiteiten een eenmalige kennisgeving aan de nationale bevoegde autoriteiten moeten doen, teneinde de toezichthouders meer inzicht te verschaffen in de identiteit van de marktdeelnemers. Dit geldt ook voor ondernemingen die actief zijn in de handel in emissierechten of derivaten daarvan.

4. POSITIELIMIETEN, POSITIEBEHEERSCONTROLES EN POSITIERAPPORTAGE

Rol en werking van positielimieten en positiebeheerscontroles

Positielimieten zijn een fundamenteel kenmerk van de regels voor de handel in grondstoffenderivaten in de EU. Ze beperken de omvang van een nettopositie die een persoon te allen tijde in bepaalde grondstoffenderivatencontracten kan aanhouden, met een tweeledig doel: i) zorgen voor ordelijke handel en afwikkeling en ii) voorkomen van marktmanipulatie.

Positielimieten worden door de nationale bevoegde autoriteiten vastgesteld volgens de beginselen van Gedelegeerde Verordening (EU) 2022/1302 en na advies van de ESMA. Positielimieten gelden voor op de beurs verhandelde derivaten en economisch gelijkwaardige OTC-contracten (EEOTC). Ze zijn niet van toepassing op emissierechten en derivaten daarvan. Ze zijn niet van toepassing op "C6-carve-out"-contracten, aangezien dergelijke instrumenten buiten de financiële wetgeving vallen.

De oorspronkelijke regeling voor positielimieten in het kader van MiFID II bleek te restrictief te zijn. Daarom is met het herstelpakket voor de kapitaalmarkten in 2021 de regeling ter ondersteuning van de ontwikkeling en verdieping van de grondstoffenderivatenmarkten aanzienlijk versoepeld. Het herstelpakket voor de kapitaalmarkten heeft met name:

- het toepassingsgebied van contracten waarop positielimieten van toepassing zijn, beperkt tot landbouwgrondstoffenderivaten en tot significante of cruciale niet-landbouwgrondstoffenderivaten. Contracten worden als significant of cruciaal beschouwd wanneer de omvang van de openstaande posities gemiddeld over een jaar minimaal 300 000 partijen bedraagt;

- de vrijstelling voor afdekking uitgebreid tot posities die worden ingenomen door financiële entiteiten die deel uitmaken van een overwegend commerciële (d.w.z. niet-financiële) groep, en

- de vrijstelling uitgebreid tot posities die voortvloeien uit transacties die zijn aangegaan om te voldoen aan de verplichtingen tot het verschaffen van liquiditeit op een handelsplatform.

Tot op heden gelden er positielimieten voor drie contracten voor niet-landbouwgrondstoffenderivaten: het TTF-derivatencontract dat wordt verhandeld op ICE Endex en op de European Energy Exchange (EEX), het THE-derivatencontract dat wordt verhandeld op EEX en ICE Endex en het German Power Base-contract dat wordt verhandeld op EEX.

Personen die een in aanmerking komende positie aanhouden en gebruik willen maken van een van de bovengenoemde vrijstellingen, moeten een formeel verzoek indienen bij de nationale bevoegde autoriteit die de positielimiet voor het desbetreffende grondstoffenderivatencontract vaststelt.

De geschiktheid van de werking van de regeling voor positielimieten moet worden beoordeeld tegen de achtergrond van het feit dat handelsplatformen in andere rechtsgebieden over het algemeen een grotere rol spelen bij de aanpassing, toepassing en monitoring van positielimieten. In de Verenigde Staten bijvoorbeeld mogen

handelsplatformen voor contracten die niet onderworpen zijn aan de door de Commodities and Futures Trading Commission (CFTC) vastgestelde federale positielimieten, zelf bepalen welke positielimieten zij hanteren. Evenzo spelen handelsplatformen een grotere rol bij het verlenen van vrijstellingen voor afdekking en andere doeleinden aan marktdeelnemers, waarbij zij de voorwaarden toepassen die in het besluit van de CFTC zijn vastgelegd.

Positielimieten worden aangevuld met positiebeheerscontroles, waarmee handelsplatformen worden verplicht om regelingen te treffen voor het monitoren van de open posities van marktdeelnemers en om een ordelijke handel op hun platform te waarborgen. De verplichting om positiebeheerscontroles in te stellen heeft een breder toepassingsgebied en geldt voor alle posities in grondstoffenderivaten, ongeacht of het contract onderworpen is aan een positielimiet. Ze heeft betrekking op alle soorten posities, met inbegrip van posities voor afdekkingsdoeleinden. Het doel van positiebeheerscontroles is handelsplatformen in staat te stellen de opbouw van grote, geconcentreerde posities in kaart te brengen, die kunnen resulteren in koersverstoring, marktmanipulatie of andere misbruikmakende handelspraktijken. Overeenkomstig artikel 57, lid 8, van MiFID II moeten de controles ten minste de bevoegdheden omvatten om:

- openstaande posities te monitoren;

- uitgebreide informatie te verkrijgen over de ingenomen posities, met inbegrip van, maar niet beperkt tot de omvang en het doel van het opbouwen van de positie;

- de positie te beëindigen of te verminderen;

- van de positiehouder te eisen dat hij in bepaalde situaties weer liquiditeit in de markt injecteert.

Bovendien is voor contracten die door middel van materiële levering kunnen worden afgewikkeld bij Gedelegeerde Verordening (EU) 2022/1299 van de Commissie tot aanvulling van MiFID II[18] de verplichting ingevoerd om verantwoordingsdrempels vast te stellen, die tot doel hebben een dialoog met de positiehouder in gang te zetten indien bepaalde kwalitatieve of kwantitatieve drempels worden overschreden. Handelsplatformen moeten alle details van hun positiebeheerscontroles meedelen aan hun nationale bevoegde autoriteiten, met inbegrip van het aantal gevallen waarin verantwoordingsdrempels zijn bereikt.

Ten slotte houdt de positierapportage op grond van artikel 58, lid 3, MiFID II de verplichting in voor marktdeelnemers om informatie over posities aan handelsplatformen door te geven. Een van de doelstellingen van deze verplichting is om de handelsplatformen de nodige informatie te verstrekken om hun mandaat op het gebied van positiebeheer uit te voeren. Marktdeelnemers zijn daarbij verplicht om aan de handelsplatformen waarop zij handelen de gegevens te verstrekken over hun posities in de contracten die op dat platform worden verhandeld. De aan handelsplatformen verstrekte informatie omvat echter geen posities in identieke contracten die op andere platformen worden verhandeld, noch posities in OTC-contracten die betrekking hebben op dezelfde onderliggende waarde. Opgemerkt wordt dat de Financial Conduct Authority (FCA) in het Verenigd Koninkrijk onlangs de mogelijkheid heeft onderzocht om het toepassingsgebied van de contracten die marktdeelnemers aan handelsplatformen moeten melden, uit te breiden, maar tot de conclusie is gekomen dat een dergelijke maatregel voor marktdeelnemers te omslachtig

[18] Gedelegeerde Verordening (EU) 2022/1299 - NL - EUR-LEX.

zou zijn. Als alternatief heeft de FCA besloten dat handelsplatformen in het kader van hun mandaat inzake positiebeheerscontroles de bevoegdheid zouden krijgen om informatie op te vragen over posities in een bredere reeks OTC-contracten, wanneer dergelijke posities een risico vormen voor de eerlijke en ordelijke handel op hun markten[19].

Feedback van belanghebbenden en beoordeling

De gerichte raadpleging door de Commissie had tot doel feedback van belanghebbenden te verzamelen over een uitgebreide reeks vragen met betrekking tot positielimieten, positiebeheerscontroles en rapportage.

- *Positielimieten*

Een grote meerderheid van de respondenten, waaronder regulators en overheidsinstanties, was van mening dat de huidige regeling voor positielimieten naar behoren functioneert en haar doelstellingen heeft bereikt om bij te dragen tot het voorkomen van marktmisbruik en het waarborgen van ordelijke handel. Belanghebbenden benadrukten dat de hervormingen van het herstelpakket voor de kapitaalmarkten het mogelijk hebben gemaakt de eerder geconstateerde negatieve effecten op de diepte en liquiditeit van de markt te verlichten en de maatregel gerichter, evenrediger en efficiënter hebben gemaakt. In het algemeen waren de belanghebbenden van mening dat de huidige regeling voor positielimieten dankzij een goed functionerende vrijstelling voor afdekking geen nadelige gevolgen heeft gehad voor de marktliquiditeit, noch voor het vermogen van marktdeelnemers om zich in te dekken. Verschillende respondenten wezen er met name op dat de beter op maat gesneden vrijstelling voor afdekking na het herstelpakket voor de kapitaalmarkten bijzonder nuttig is gebleken tijdens de energiecrisis, waardoor efficiënte afdekking mogelijk werd.

Uit feitenonderzoek door de Commissie op basis van de dagelijkse positiegegevens in TTF-derivaten van de nationale bevoegde autoriteiten blijkt dat, hoewel de posities van sommige marktdeelnemers soms dicht bij de limieten lagen, deze posities stelselmatig zijn afgenomen voordat ze deze limieten konden overschrijden. Volgens de Commissie blijkt hieruit dat de positielimieten naar behoren functioneren en op een passend niveau zijn vastgesteld.

De Commissie merkt ook op dat positielimieten kunnen helpen om buitensporige marktconcentraties te voorkomen. In dat verband merkt de Commissie op dat de concentratie van posities op de TTF-derivatenmarkt gestaag is afgenomen: in juli 2022 vertegenwoordigden de tien grootste deelnemers nog ongeveer 50 % van alle longposities, terwijl dit eind 2024 ongeveer 35 % bedroeg[20].

De meeste respondenten, waaronder de meeste overheidsinstanties, waren van mening dat het niet nodig is het toepassingsgebied van contracten waarop de positielimieten van toepassing zijn, of het soort posities waarop deze van toepassing zijn, te wijzigen. De respondenten verwierpen ook vrijwel unaniem het voorstel uit het rapport-Draghi om positielimieten te differentiëren naar type handelaar. De Commissie is van mening dat er geen duidelijke noodzaak bestaat om de regeling voor positielimieten verder te differentiëren naar type marktdeelnemer, gezien de bestaande vrijstelling voor afdekking

[19] Deze raadpleging werd met name ingegeven door onder meer de gebeurtenissen die zich in maart 2022 op de London Metals Exchange hadden voorgedaan en die verband hielden met het opbouwen van grote posities op de OTC-markt die niet zichtbaar waren voor de exploitanten van handelsplatformen, waardoor hun vermogen om hun mandaat inzake positiebeheer na te komen, werd belemmerd.

[20] Bron: Gegevens van EEX en ICE voor de zomer van 2022 en 2024.

in MiFID II, die niet-financiële ondernemingen reeds een zekere flexibiliteit biedt, en het niet te verwaarlozen risico dat het kader onnodig complex wordt.

Sommige belanghebbenden uit de sector merkten op dat de procedures voor het aanvragen en verlenen van de vrijstelling voor afdekking of de vrijstelling voor liquiditeitsverschaffing omslachtig waren. 57 % van de respondenten stelde voor dat deze taken aan handelsplatformen zouden kunnen worden overgedragen. Vijf handelsplatformen en twee beursgroepen waren het echter niet eens met dit voorstel. Daarnaast merkten twee regulators op dat handelsplatformen zelf geen rol zouden moeten krijgen bij het vaststellen van positielimieten, met name vanwege tegenstrijdige commerciële belangen tussen platformen waar dezelfde contracten worden verhandeld. De Commissie ziet ook in het laatste geval problemen en is daarom van mening dat er geen sprake mag zijn van een delegatie van taken met betrekking tot het vaststellen van positielimieten. Niettemin lijkt het erop dat het proces voor het verlenen van vrijstelling voor afdekking of vrijstelling voor liquiditeitsverschaffing mogelijk soepeler kan worden gemaakt door bepaalde taken, zoals de verwerking van aanvragen en de beoordeling van verzoeken om vrijstelling, te delegeren aan handelsplatformen, met name wanneer daarvoor geen of weinig discretionaire bevoegdheid vereist is.

Ten slotte hebben twee respondenten vragen gesteld over de toepassing van de EU-regeling voor positielimieten op posities die worden ingenomen op handelsplatformen van derde landen en over het potentiële risico op omzeiling dat dit met zich meebrengt. De huidige regeling voor positielimieten in het kader van de MiFID kan onderhevig zijn aan rechtsonzekerheid met betrekking tot posities die door EU-beleggingsondernemingen en hun cliënten worden ingenomen op handelsplatformen in derde landen die handel in economisch gelijkwaardige grondstoffenderivatencontracten aanbieden, en met betrekking tot de mate waarin dergelijke posities moeten worden gerapporteerd en meetellen voor de positielimieten — wanneer dergelijke contracten in de EU aan positielimieten onderworpen zijn. Dit zou kunnen leiden tot een ongelijk speelveld tussen de EU-handelsplatformen en die in derde landen, en zou een mogelijke prikkel kunnen vormen om in economisch gelijkwaardige derivaten te handelen op handelsplatformen in derde landen in plaats van op EU-handelsplatformen.

- *Positierapportage en positiebeheerscontroles*

Wat positierapportage betreft, hebben alle respondenten, op één na, hun bezorgdheid geuit over mogelijke verplichtingen voor marktdeelnemers om OTC-posities systematisch aan handelsplatformen te rapporteren ter ondersteuning van hun mandaat inzake positiebeheerscontroles. De respondenten wijzen op een mogelijke aanzienlijke last en op het risico dat dit zou kunnen leiden tot het uitwisselen van commercieel gevoelige informatie op ongepaste wijze. De belanghebbenden zijn eerder voorstander van een efficiënter gebruik van de reeds gerapporteerde gegevens. Ongeveer 10 % van de respondenten (met name drie overheidsinstanties) stelde voor om de rapportageverplichting voor posities in economisch gelijkwaardige OTC-contracten uit te breiden tot alle marktdeelnemers, en dus ook tot niet-beleggingsondernemingen, met name om een adequate handhaving van de positielimieten te waarborgen.

Verscheidene belanghebbenden die zich verzetten tegen systematische rapportage van OTC-posities aan handelsplatformen waren echter van mening dat handelsplatformen de mogelijkheid moeten hebben om aanvullende positie-informatie op te vragen over een breder scala van OTC-contracten, wanneer posities in dergelijke contracten van invloed kunnen zijn op de koersen van contracten die op hetzelfde platform worden verhandeld, en

dit uitsluitend in specifieke omstandigheden, zoals in perioden van marktstress of verhoogd risico (in tegenstelling tot systematische rapportage). De Commissie is van mening dat dit de mogelijkheden van handelsplatformen om hun positiebeheerscontroles uit te voeren, zou kunnen versterken en zou kunnen helpen bij het monitoren van ordelijke handel en uiteindelijk de markten zou kunnen beschermen tegen risico's voor de financiële stabiliteit, terwijl de uitvoeringskosten beperkt blijven in vergelijking met een systematische rapportage van OTC-posities aan handelsplatformen.

Ongeveer 85 % van de respondenten was van mening dat financiële toezichthouders en energieregulators uitgebreide toegang moeten hebben tot hun respectieve gegevensverzamelingen (bv. nationale regelgevende instanties moeten toegang hebben tot MiFID/R-gegevens, terwijl nationale bevoegde autoriteiten toegang moeten hebben tot "C6-carve-out"-gegevens en spotmarktgegevens). De Commissie is van mening dat dit kan worden bereikt door samenwerking en gegevensuitwisseling te vergemakkelijken (zie de rubriek over gegevens).

Ten slotte waren de meningen van de belanghebbenden verdeeld over de mogelijke uitbreiding van de rapportageplicht met betrekking tot de uiteindelijke begunstigden van posities die worden aangehouden door marktdeelnemers van buiten de EU. Hoewel de (met name in de EU gevestigde) respondenten het over het algemeen eens waren over de meerwaarde van dergelijke informatie, wezen drie respondenten op de extra lasten die hiermee gepaard gaan en op mogelijke uitdagingen bij het waarborgen van de naleving door marktdeelnemers buiten de EU. De regulators drongen er sterk op aan dat deze lacune in de rapportage zou worden gedicht, ook wat transactiegegevens betreft. Twee financiële toezichthouders en één energieregulator benadrukten dat het huidige systeem een goed toezicht in de weg staat en tot mogelijke systeemrisico's leidt. Opgemerkt wordt dat de huidige regels van belangrijke handelsplatformen voor grondstoffenderivaten (met name energiederivaten) reeds voorschrijven dat dergelijke informatie moet worden verstrekt, met name om te voldoen aan de rapportageverplichtingen uit hoofde van Remit.

Conclusie van de beoordeling door de Commissie

Over het geheel genomen is de Commissie van mening dat de huidige regeling voor positielimieten naar behoren functioneert. Er zijn geen concrete aanwijzingen dat de regels moeten worden aangescherpt of juist versoepeld. De Commissie is tevens van mening dat de door het herstelpakket voor de kapitaalmarkten doorgevoerde wijzigingen hebben bijgedragen tot een verdere verdieping van de grondstoffenderivatenmarkten, met name in het segment energiederivaten.

De Commissie ziet mogelijkheden om verder te onderzoeken onder welke voorwaarden handelsplatformen kunnen worden belast met grotere, maar goed omkaderde verantwoordelijkheden bij het verlenen van vrijstelling voor afdekking en vrijstelling voor liquiditeitsverschaffing, alsook mogelijk ad-hocvrijstellingen, teneinde de maatregel flexibeler te maken en beter af te stemmen op markttrends, en tegelijkertijd een aanzienlijke overdracht van bevoegdheden van regulators te voorkomen. Er zouden specifieke waarborgen moeten worden ingevoerd, zoals systematische (maar gerichte) rapportage aan en regelmatige toetsing door de nationale bevoegde autoriteiten, om belangenconflicten te voorkomen en toezichthouders in staat te stellen een totaalbeeld te krijgen van de bestaande vrijstellingen. De Commissie acht het echter niet wenselijk om de bevoegdheid om positielimieten vast te stellen over te dragen aan handelsplatformen.

Wat betreft de toepassing van positielimieten op posities die zijn ingenomen op niet-EU-handelsplatformen, heeft de Commissie in het kader van het pakket marktintegratie en toezicht voorgesteld om te verduidelijken dat posities die door EU-beleggingsondernemingen en hun cliënten worden aangehouden in economisch gelijkwaardige contracten die buiten een EU-handelsplatform worden verhandeld, moeten worden meegenomen bij de beoordeling van de naleving van de regeling voor positielimieten uit hoofde van de MiFID. Dit zou zorgen voor een gelijke behandeling van posities in contracten die worden verhandeld op EU-handelsplatformen, op niet-EU-handelsplatformen en OTC. Deze verduidelijking sluit aan bij de beleidsdoelstellingen inzake strategische autonomie en het concurrentievermogen van de EU die in het rapport-Draghi worden benadrukt, namelijk het creëren van een gelijk speelveld voor alle handelsplatformen, het wegnemen van prikkels om buiten de EU te handelen en het voorkomen van mogelijke omzeiling van EU-regels. Ook wordt daarmee rechtszekerheid voor marktdeelnemers gewaarborgd, waardoor de kosten die gepaard gaan met rechtsonzekerheid worden teruggedrongen.

Om handelsplatformen te ondersteunen bij het vervullen van hun mandaat inzake positiebeheer en om eerlijke en ordelijke markten te waarborgen, zou de Commissie nader kunnen onderzoeken onder welke voorwaarden handelsplatformen uitgebreidere bevoegdheden op het gebied van positiebeheerscontroles kunnen worden toevertrouwd, zodat zij op ad-hocbasis en in bepaalde omstandigheden informatie kunnen opvragen over de posities die hun marktdeelnemers aanhouden in een bredere reeks OTC-contracten met betrekking tot de grondstoffenderivaten die zij voor verhandeling aanbieden, alsmede over de daarmee samenhangende activa en passiva in de onderliggende grondstof. Deze bevoegdheid moet gelden voor alle OTC-contracten die van invloed kunnen zijn op de koersvormings- of afwikkelingsvoorwaarden van het desbetreffende contract op het handelsplatform in de EU. Dit voorstel zou het ook mogelijk maken de EU-regels beter af te stemmen op de conclusies die de IOSCO heeft getrokken in een recent rapport over de regulering van en het toezicht op de grondstoffenderivatenmarkten[21], waarin de IOSCO aanbeveelt dat er verdere inspanningen moeten worden geleverd om beurzen beter in staat te stellen informatie te verkrijgen over de posities van marktdeelnemers in relevante OTC-grondstoffenderivaten en in de onderliggende fysieke grondstoffenmarkten. De Commissie is echter van mening dat een verplichting voor marktdeelnemers om hun posities op de onderliggende markt en in een breed scala aan OTC-contracten systematisch aan handelsplatformen te rapporteren, niet evenredig zou zijn vanwege de lasten die een dergelijke maatregel met zich mee zou kunnen brengen. Om dezelfde reden lijkt het niet passend om aan toezichthouders te rapporteren over alle posities in de onderliggende markten of in OTC-contracten, afgezien van de rapportage door beleggingsondernemingen over posities in economisch gelijkwaardige OTC-contracten. Niettemin kan de Commissie, om een gelijk speelveld tussen verschillende typen marktdeelnemers tot stand te brengen, overwegen of de rapportage van posities in economisch gelijkwaardige OTC-contracten kan worden uitgebreid tot alle marktdeelnemers[22], teneinde een passende handhaving van de positielimieten te waarborgen.

Ten slotte kan de Commissie overwegen in hoeverre een eventuele aanvullende verplichting voor marktdeelnemers uit derde landen om informatie over de uiteindelijke

---

21 https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD781.pdf.

22 Dit wil zeggen: naast beleggingsondernemingen en niet-beleggingsondernemingen die via een beleggingsonderneming transacties verrichten.

begunstigden te verstrekken, passend zou kunnen zijn om de lacune in de huidige positierapportage te dichten.

5. CONCLUSIES

Uit de reacties van de belanghebbenden en de daaropvolgende beoordeling van de Commissie op basis van de analyse van de markttrends is niet gebleken dat er een dringende noodzaak bestaat om ingrijpende wijzigingen aan te brengen in de herziene elementen van het kader voor grondstoffenderivaten, hoewel in de toekomst bepaalde gerichte wijzigingen in overweging kunnen worden genomen.