EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 26.5.2026
COM(2026) 251 final

POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU IN SVETU

o oceni trgov izvedenih finančnih instrumentov na blago, za pravice do emisije in izvedenih finančnih instrumentov na pravice do emisije, ki jo Komisija opravi v skladu s členom 90(5) direktive o trgih finančnih instrumentov (MiFID II) (Direktiva (EU) 2014/65), kakor je bila spremenjena februarja 2024

SEZNAM OKRAJŠAV 2

1. UVOD 3

2. VIDIKI PODATKOV V ZVEZI Z IZVEDENIMI FINANČNIMI INSTRUMENTI NA BLAGO 4

3. IZVZETJE POMOŽNE DEJAVNOSTI 8

4. OMEJITVE POZICIJ, NADZIRANJE UPRAVLJANJA POZICIJ IN POROČANJE O POZICIJAH 12

5. ZAKLJUČKI 18

SEZNAM OKRAJŠAV

AAE: izvzetje pomožne dejavnosti

ACER: Agencija za sodelovanje energetskih regulatorjev

CDR 2022/1299: Delegirana uredba Komisije (EU) 2022/1299

CFTC: komisija za trgovanje z blagovnimi terminskimi pogodbami

CMRP: sveženj za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi (Direktiva (EU) 2021/338)

EEOTC: gospodarsko enakovredna pogodba OTC

EMIR: uredba o infrastrukturi evropskega trga (Uredba (EU) št. 648/2012)

ESMA: Evropski organ za vrednostne papirje in trge

EU: Evropska unija

EUA: emisijski kupon v okviru sistema EU za trgovanje z emisijami

ETS: sistem EU za trgovanje z emisijami

IFD: direktiva o bonitetnih zahtevah za investicijska podjetja (Direktiva (EU) 2019/2034)

IFR: uredba o bonitetnih zahtevah za investicijska podjetja (Uredba (EU) 2019/2033)

MiFID II: direktiva o trgih finančnih instrumentov (Direktiva (EU) 2014/65)

MiFIR: uredba o trgih finančnih instrumentov (Uredba (EU) 600/2014)

NCA: nacionalni pristojni organ

NRA: nacionalni regulativni organ

OTC: zunaj organiziranega trga

PMC: nadziranje upravljanja pozicij

REMIT: uredba o celovitosti in preglednosti veleprodajnega energetskega trga (Uredba (EU) 1227/2011)

PDEU: Pogodba o delovanju Evropske unije

TTF: virtualna trgovalna točka Title Transfer Facility

TV: mesto trgovanja

1. UVOD

Izvedeni finančni instrumenti na blago so ključni instrumenti, ki udeležencem na trgu omogočajo, da se zavarujejo pred izpostavljenostjo na blagovnih borzah (npr. energije, osnovnih kmetijskih proizvodov, kovin). Za navedene blagovne borze je značilna udeležba predvsem nefinančnih subjektov. Med take subjekte večinoma spadajo proizvajalci fizičnega blaga, javna podjetja, velike energetsko intenzivne nefinančne družbe in trgovci s fizičnim blagom, ki so za zmanjševanje tveganj, povezanih z njihovo trgovsko dejavnostjo, neposredno odvisni od trgov izvedenih finančnih instrumentov na blago.

Pravilno delovanje trgov izvedenih finančnih instrumentov na blago ima pomembno vlogo pri stabilnosti gospodarstva EU in njeni gospodarski blaginji, pravilno delovanje trgov izvedenih finančnih instrumentov na energente pa pri cenovni dostopnosti energije v EU in učinkovitem delovanju trga. V dogovoru o čisti industriji[1] in akcijskem načrtu za cenovno dostopno energijo[2], ki ju je Komisija sprejela februarja 2025, je tako poudarjena vloga učinkovitih trgov, vključno s trgi izvedenih finančnih instrumentov[3]. Poleg tega je ureditev za izvedene finančne instrumente na blago ključni sestavni del evropskih finančnih trgov, saj udeležencem na trgu omogoča obvladovanje tveganj in vlaganje v različne izvedene finančne instrumente na blago, vključno z emisijskimi kuponi (EUA) in izvedenimi finančnimi instrumenti na emisijske kupone. Za trge izvedenih finančnih instrumentov na blago v EU zato velja obsežen sklop pravil, namenjen posebnim značilnostim navedenih instrumentov in njihovemu pomenu za gospodarstvo EU.

Evropska komisija to poročilo v skladu s členom 90(5) direktive o trgih finančnih instrumentov (MiFID II) (Direktiva (EU) 2014/65) predloži Evropskemu parlamentu in Svetu. Komisija je pri pripravi tega poročila v skladu z zahtevo iz člena 90(5) MiFID II zahtevala prispevek od Evropskega organa za vrednostne papirje in trge (ESMA), Evropskega bančnega organa (EBA) in Agencije za sodelovanje energetskih regulatorjev (ACER). Zahtevani prispevek sta predložila ESMA in ACER. EBA je Evropsko komisijo obvestil, da bi njegov prispevek o blagovnih borzah zahteval podrobnejšo analizo in zato ni bil vključen v njegov odgovor na poziv Komisije k svetovanju za namene poročil o bonitetnih zahtevah, ki se uporabljajo za investicijska podjetja[4]. Zato to poročilo ne vključuje prispevka EBA.

Evropska komisija se je z udeleženci na trgu posvetovala tudi prek ciljno usmerjenega posvetovanja, ki je bilo odprto osem tednov, in sicer od februarja do aprila 2025[5]. Skupno je bilo prejetih 94 odgovorov, od tega 67 iz panoge (vključno z 12 borzami in njihovimi združenji) ter 12 od javnih organov in regulatorjev trga. Komisija je pri pripravi tega poročila navedene odgovore skrbno proučila ter za dopolnitev svoje ocene pregledala ustrezne podatke in tržne trende.

---

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

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

3 Dogovor o čisti industriji in akcijski načrt za cenovno dostopno energijo se oba nanašata na projektno skupino za plin, ki jo je ustanovila Komisija in ki je med drugim natančno pregledala delovanje trga izvedenih finančnih instrumentov za trgovanje s plinom.

4 CfA_IFR and IFD review - 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 (Ciljno usmerjeno posvetovanje o pregledu delovanja trgov izvedenih finančnih instrumentov na blago in nekaterih vidikov, povezanih s promptnimi energetskimi trgi 2025 – Finance).

V skladu z zahtevo iz člena 90(5) MiFID II se v poročilu za vsakega od naslednjih elementov oceni njegov prispevek k likvidnosti in ustreznemu delovanju evropskih trgov izvedenih finančnih instrumentov na blago, EUA ali izvedenih finančnih instrumentov na EUA:

(a) ureditve glede omejitve pozicij in nadziranja upravljanja pozicij na podlagi podatkov, ki jih v skladu s členom 57(5) in (10) MiFID II pristojni organi predložijo ESMA;

(b) elemente iz člena 2(4), drugi in tretji pododstavek, MiFID II ter merila za določitev, kdaj se dejavnost šteje za pomožno dejavnost h glavni dejavnosti na ravni skupine na podlagi Delegirane uredbe Komisije (EU) 2021/1833 ([2]), ob upoštevanju (i) zmožnosti sklepanja poslov za učinkovito zmanjšanje tveganj, neposredno povezanih s poslovno dejavnostjo ali dejavnostjo financiranja zakladnice, (ii) uporabo zahtev od 26. junija 2026 za investicijska podjetja, specializirana za izvedene finančne instrumente na blago ali EUA ali njihove izvedene finančne instrumente, kot je določeno v Uredbi (EU) 2019/2033, (iii) in zahteve za finančne nasprotne stranke iz Uredbe (EU) 648/2012;

(c) ključne elemente za pridobitev usklajenega nabora podatkov o poslih na trgu izvedenih finančnih instrumentov na blago s strani enotnega subjekta, ki zbira podatke, ter relevantne informacije glede podatkov o poslih, ki se javno objavijo, in najustreznejša oblika teh podatkov.

Poleg tega je bilo v Draghijevem poročilu, objavljenem septembra 2024, navedenih nekaj predlogov za spremembe regulativnega okvira, ki ureja trge izvedenih finančnih instrumentov na blago.

2. VIDIKI PODATKOV V ZVEZI Z IZVEDENIMI FINANČNIMI INSTRUMENTI NA BLAGO

Ozadje

Za trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago veljajo zahteve glede preglednosti in poročanja iz direktive MiFID II ter uredb MiFIR in EMIR. Navedena pravila ne razlikujejo na podlagi blaga. Poleg tega za izvedene finančne instrumente na energente veljajo tudi zahteve glede poročanja na podlagi Uredbe (EU) št. 1227/2011 (REMIT) (čeprav ta vsebuje določbe za preprečevanje dvojnega poročanja).

Medtem ko poročanje repozitorijem sklenjenih poslov na podlagi uredbe EMIR zajema vse posle z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago, v katere je vključena vsaj ena nasprotna stranka iz EU, se zahteve glede poročanja v okviru direktive MiFID II/uredbe MiFIR razlikujejo glede na vrsto podatkov, subjekt, ki prejme sporočene podatke, in glede na to, ali se posel sklene na mestu trgovanja. Uredba MiFIR vsebuje tudi podrobnosti o pogojih, pod katerimi se nekateri podatki o finančnih instrumentih pred trgovanjem (o naročilih) in podatki, povezani s posli, razpošljejo javnosti. MiFID II določa, da mesta trgovanja nacionalnim pristojnim organom dnevno poročajo informacije o pozicijah udeležencev na trgu, dejavnih na njihovem mestu trgovanja[6]. Udeleženci na trgu morajo nato mestom trgovanja dnevno poročati o svojih pozicijah v pogodbah na izvedene

[6] Člen 58(1) MiFID II.

finančne instrumente, s katerimi se trguje na navedenem mestu trgovanja[7]. Nazadnje morajo investicijska podjetja ustreznemu nacionalnemu pristojnemu organu[8] dnevno poročati o pozicijah v gospodarsko enakovrednih pogodbah, sklenjenih zunaj organiziranega trga (OTC)[9].

Z uredbo REMIT, kakor je bila spremenjena z Uredbo (EU) 2024/1106 (REMIT II) in Izvedbeno uredbo REMIT (EU) št. 1348/2014 (izvedbena uredba REMIT), so bile uvedene podrobne zahteve glede poročanja o poslih in naročilih za trgovanje, povezanih z veleprodajnimi energetskimi proizvodi[10].

Z uredbo REMIT II, ki se je začela uporabljati maja 2024, je bila uvedena obveznost vzpostavitve mehanizmov za souporabo podatkov različnih regulatorjev, vključno z ACER, ESMA, Eurofiscom, Evropsko komisijo, nacionalnimi regulativnimi organi, nacionalnimi pristojnimi organi in drugimi ustreznimi organi v EU. Ker uredba REMIT poleg tega zajema izvedene finančne instrumente na energente kot veleprodajne energetske proizvode, posebne določbe uredbe REMIT II preprečujejo dvojno poročanje v skladu s finančnimi pravili in v skladu z uredbo REMIT II. Uredba REMIT II zato določa, da osebe, ki so poročale o poslih v skladu z uredbama MiFIR ali EMIR, niso zavezane obveznostim dvojnega poročanja v zvezi z navedenimi posli[11].

Zaradi sedanjega regulativnega okvira obstaja več kanalov za poročanje, dostop do podatkov pa je omejen na posamezne regulatorje. Na primer, ACER in nacionalni regulativni organi prejemajo podatke o veleprodajnih energetskih proizvodih (poleg nekaterih finančnih podatkov prek dostopa do podatkov iz repozitorijev sklenjenih poslov na podlagi uredbe EMIR za veleprodajne energetske proizvode, ki se obenem štejejo tudi za finančne instrumente), ESMA in nacionalni pristojni organi pa prejemajo finančne podatke. Ta ločenost pomeni, da podatki, ki so na voljo energetskim nadzornikom, ne dosežejo vedno finančnih regulatorjev in obratno, kar lahko ovira medtržni nadzor. Na primer, ESMA in nacionalni pristojni organi nimajo sistematičnega dostopa do podatkov o proizvodih, „izvzetih iz C6“, in proizvodih promptnega trga, o katerih se poroča ACER. Poleg tega različni standardi poročanja med uredbami MiFIR/EMIR in REMIT II otežujejo poročanje in analizo podatkov, tudi pri povezanih proizvodih.

Na posvetovanju z deležniki je bilo obravnavanih več vidikov podatkov. Preverilo se je, ali ima ESMA prek nacionalnih pristojnih organov zadosten dostop do podatkov o poslih. Prav tako so bila proučena tudi področja, na katerih bi bilo mogoče izboljšati ali racionalizirati izmenjavo informacij in dostop do ustreznih informacij, ter vprašanje, ali bi bilo mogoče bolje uskladiti poročanje v okviru finančnih in energetskih pravil. Ena od možnosti, obravnavanih na posvetovanju, je bila vzpostavitev centraliziranega mehanizma za zbiranje podatkov o promptnih pogodbah in pogodbah na izvedene finančne instrumente. Na posvetovanju se je poskušalo tudi pojasniti, ali bi morali v okviru centraliziranega mehanizma za zbiranje podatkov poročanje o ustreznih podatkih izvajati (i) repozitoriji sklenjenih poslov, (ii) registrirani mehanizmi poročanja (RRM), (iii) tretji

7 Člen 58(3) MiFID II.

8 Nacionalnemu pristojnemu organu najbolj likvidnega trga za izvedeni finančni instrument na blago, ki mu je enakovredna pogodba OTC.

9 Člen 58(2) MiFID II.

10 Člen 2(4) REMIT II.

11 Člen 6(5) izvedbene uredbe REMIT poleg tega določa, da „[č]e osebe sporočijo podrobnosti o transakcijah v skladu s členom 26 Uredbe (EU) št. 600/2014 ali členom 9 Uredbe (EU) št. 648/2012, se šteje, da je njihova obveznost v zvezi s sporočanjem navedenih podrobnosti v skladu s členom 8(1) Uredbe (EU) št. 1227/2011 izpolnjena“.

subjekt, ki bi tudi združil ustrezne podatke, prejete od repozitorijev sklenjenih poslov in registriranih mehanizmov poročanja, ter zagotavljal enak dostop vsem regulatorjem, kot so ESMA, ACER, nacionalni regulativni organi, nacionalni pristojni organi in Komisija, ali (iv) kateri koli drug subjekt. Nazadnje je posvetovanje vključevalo vprašanja o tem, ali bi se lahko centralizirani mehanizem za zbiranje podatkov uporabljal tudi kot ureditev „vse na enem mestu“ za sporočanje podatkov udeležencev na trgu, dejavnih na fizičnih/promptnih trgih blaga in tudi na trgih izvedenih finančnih instrumentov, s čimer bi se zmanjšalo breme poročanja za trgovce z blagom. Nazadnje je bilo na posvetovanju postavljeno tudi vprašanje, ali bi bilo treba razmisliti o alternativnem pristopu k centraliziranemu mehanizmu zbiranja, po katerem bi nacionalni pristojni organi imeli sistematičen dostop do podatkovne zbirke ACER in obratno.

Navsezadnje je Draghijevo poročilo iz leta 2024 vključevalo priporočilo za zbiranje podatkov o poslih in pozicijah, povezanih z izvedenimi finančnimi instrumenti OTC na energente. Komisija ugotavlja, da uredba EMIR že vključuje poročanje o vseh poslih z izvedenimi finančnimi instrumenti, vključno s posli OTC, v katere je vključena vsaj ena nasprotna stranka iz EU. Nasprotno pa pri podatkih o pozicijah, kot je navedeno v oddelku 4 tega poročila, subjektom, ki niso investicijska podjetja, trenutno ni treba poročati o pozicijah OTC regulatorjem EU[12].

Povratne informacije deležnikov in ocena

Kar zadeva uskladitev poročanja, se je več kot polovica respondentov strinjala, da bi bilo treba poročanje, na primer o poslih, na podlagi uredbe REMIT II in direktive MiFID II/uredb MiFIR/EMIR racionalizirati ter odpraviti dvojno poročanje. Kljub temu so poudarili, da okvira finančnega in energetskega poročanja služita različnim namenom in imata svoje posebne značilnosti, ter posvarili pred takojšnjimi spremembami zadevnih ureditev poročanja, tudi ob upoštevanju stroškov izvajanja, ki bi jih take spremembe lahko povzročile. Udeleženci so glede na stroške, ki bi lahko nastali v tem postopku, menili, da bi bilo treba pred začetkom kakršnega koli dela v zvezi z uskladitvijo opraviti oceno učinka in analizo stroškov in koristi. Za postopen pristop, ki bi se začel z izboljšanjem souporabe podatkov med regulativnimi organi, preden bi se razmislilo o reviziji obstoječih zahtev glede poročanja, se je izrecno zavzelo devet predstavnikov panoge, med njimi tri mesta trgovanja in eno združenje borz, ki podpirajo uskladitev. Več respondentov z nadzorne/regulativne strani je predlagalo določitev skupnih podatkovnih polj za poročanje o energiji in o finančnih podatkih, vključno z uporabo skupnih enoličnih identifikacijskih oznak, ki temeljijo na svetovnih standardih.

Komisija priznava, da bi revizija standardov poročanja sicer verjetno prinesla dolgoročne koristi v obliki poenostavljenega okvira, vendar kratkoročno obenem pomeni spremembe formatov poročanja in s tem povezane stroške prilagoditve. Poleg tega bi to lahko otežilo poročanje o drugih vrstah izvedenih finančnih instrumentov v okviru uredbe EMIR, saj poročanje v skladu z uredbo EMIR ni omejeno na izvedene finančne instrumente na blago.

Mnenja deležnikov glede zamisli o vzpostavitvi centraliziranega mehanizma za zbiranje podatkov so bila deljena. Polovica respondentov je menila, da bi tak centralizirani mehanizem lahko olajšal poročanje, če bi temeljil na obstoječi infrastrukturi in ne bi uvajal novih zahtev glede podatkov ali dodatne kompleksnosti ali dodatnih stroškov. Druga polovica pa se je bala stroškov izvajanja in opozorila na bistveno različne značilnosti trgov, ki utemeljujejo sedanje različne ureditve poročanja. Dva regulatorja sta navedla, da bi

[12] Razen če sklepajo posle prek investicijskega podjetja iz EU; v tem primeru investicijsko podjetje poroča v njihovem imenu.

centraliziran pristop k poročanju nacionalnim pristojnim organom, nacionalnim regulativnim organom, ESMA in ACER omogočil dostop do istega celovitega in konsolidiranega nabora podatkov ter s tem celosten pregled nad fizičnimi trgi in trgi izvedenih finančnih instrumentov.

Druga možnost, ki so jo predlagali celo nekateri zagovorniki takega centraliziranega mehanizma, je bila ta, da bi obstoječe določbe REMIT II, ki določajo obsežne mehanizme sodelovanja in izmenjave informacij med različnimi regulatorji, v finančnih pravilih izkoristile in odrazile tako, da bi se kot stroškovno učinkovitejša rešitev izboljšal pretok podatkov med ACER in finančnimi organi (ter obratno). Tak pristop bi preprečil tudi *ad hoc* zahteve. Deležniki so bili zato bolj naklonjeni zamisli o izboljšanju souporabe podatkov med regulatorji kot uvedbi povsem novega mehanizma. Komisija se strinja, da bi bila bolj sistematična in institucionalizirana souporaba podatkov ter vzajemen dostop do podatkov za finančne in energetske nadzornike zelo zaželena.

Pri obravnavi sprememb pravil glede preglednosti pred trgovanjem in po njem (zlasti v zvezi s trgovalno dejavnostjo v večstranskih sistemih trgovanja (MTF) in organiziranih sistemih trgovanja (OTF)) je 70 % respondentov nasprotovalo vsakršni spremembi sedanjih pravil, pri čemer so se sklicevali na morebitno izpostavljenost udeležencev v zvezi s strategijami varovanja pred tveganji in na edinstveno naravo blagovnih borz. Nekateri respondenti so poudarili, da so za izvedene finančne instrumente na blago, s katerimi se trguje v MTF in OTF, pred pregledom uredbe MiFIR[13] veljale zahteve glede preglednosti pred trgovanjem in po njem prav zato, ker se je z njimi trgovalo na navedenih mestih trgovanja. Pri pregledu je bilo ugotovljeno, da obseg preglednosti za izvedene finančne instrumente zaradi nezamenljivosti teh pogodb ne bi smel temeljiti na konceptu „trgovanje na mestu trgovanja“. Respondenti so menili, da bi se morale zahteve po preglednosti uporabljati le za izvedene finančne instrumente, ki so dovolj standardizirani, da so podatki, objavljeni v zvezi z njimi, za udeležence na trgu smiselni. Komisija priznava, da je trgovalna dejavnost z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago v OTF trenutno vsekakor neznatna (0,3 % obsega trgovanja v letu 2024)[14], v MTF pa sploh ne obstaja[15].

44 od 48 respondentov, ki so izrazili mnenje o tej temi, je nasprotovalo vključitvi podatkov o izvedenih finančnih instrumentih na blago, s katerimi se trguje na borzi, pred trgovanjem in/ali po njem v sistem stalnih informacij. Mnogi med njimi so opozorili, da se za razliko od izvedenih finančnih instrumentov OTC z izvedenimi finančnimi instrumenti, s katerimi se trguje na borzi, trguje na reguliranih trgih, kar pomeni, da so podatki o cenah in obsegu trgovanja že javno dostopni, in da se največ trgovalne dejavnosti opravi na zelo majhnem številu reguliranih trgov (s čimer je dodana vrednost sistema stalnih informacij za ta razred finančnih instrumentov omejena). Zamisel o vključitvi podatkov o izvedenih finančnih instrumentih na blago, s katerimi se trguje na borzi, pred trgovanjem in/ali po njem v sistem stalnih informacij so podprli le štirje udeleženci iz energetskega sektorja.

---

13 Uredba (EU) 2024/2809 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 23. oktobra 2024 o spremembi uredb (EU) 2017/1129, (EU) št. 596/2014 in (EU) št. 600/2014 za povečanje privlačnosti javnih kapitalskih trgov v Uniji za podjetja in za olajšanje dostopa do kapitala za mala in srednja podjetja.

14 Razlog za to je tudi ta, da so fizično poravnane pogodbe, s katerimi se trguje v OTF, izvzete iz finančne zakonodaje in se zato ne štejejo za finančne instrumente (v nadaljnjem besedilu: proizvodi, izvzeti iz C6).

15 Vir: podatki ESMA.

Zaključki ocene Komisije

Komisija priznava, da je sedanji okvir poročanja za izvedene finančne instrumente na blago zapleten. To še zlasti velja za izvedene finančne instrumente na energente, saj za osnovni promptni trg in izvedene finančne instrumente na energente v skladu z uredbo REMIT II veljajo namenske obveznosti poročanja, o slednjih pa se poleg tega poroča tudi na podlagi finančnega okvira (za razliko od drugih vrst izvedenih finančnih instrumentov na blago, o katerih se poroča le na podlagi finančne zakonodaje). Čeprav uredba REMIT II, kot je navedeno zgoraj, vsebuje določbe za preprečevanje dvojnega poročanja, je pri obstoječih postopkih poročanja morda še vedno mogoče povečati učinkovitost.

Čeprav bi uskladitev standardov poročanja in racionalizacija zahtev glede poročanja pomagali poenostaviti zadevne okvire, zmanjšati breme za podjetja in racionalizirati podatke, ki jih uporabljajo nadzorniki, bi to zahtevalo temeljito oceno potrebnih sprememb ustrezne zakonodaje ter povezanih stroškov za udeležence na trgu in tudi za nadzornike/regulatorje. Čeprav je zaželen končni cilj, bi lahko vzpostavitev enotnega mehanizma poročanja podobno povzročila precejšnje izzive v zvezi s stroški izvajanja in morebitnimi težavami pri razlikovanju med poročanjem o izvedenih finančnih instrumentih na blago in poročanjem o drugih izvedenih finančnih instrumentih.

V okviru morebitnega postopnega pristopa bi bilo mogoče proučiti kratkoročne ukrepe za lažjo souporabo podatkov med organi in izboljšanje interoperabilnosti naborov podatkov. To bi lahko vključevalo institucionalizacijo izmenjave podatkov med finančnimi in energetskimi regulatorji, pri čemer bi se zagotovil sistematičen dostop do ustreznih nadzorniških podatkov, s čimer bi bila odpravljena potreba po *ad hoc* zahtevah za dostop. Komisija bi lahko proučila tudi uvedbo formatov enoličnih identifikacijskih oznak za posle, o katerih se poroča na podlagi finančnega in energetskega okvira.

Nazadnje, kar zadeva zahteve po preglednosti pred trgovanjem in po njem, Komisija meni, da sedanji okvir zagotavlja zadostno raven javnih informacij in da zato spremembe v zvezi s tem niso utemeljene. Ti sklepi veljajo tudi za EUA in izvedene finančne instrumente na EUA.

3. IZVZETJE POMOŽNE DEJAVNOSTI

Vloga in delovanje

Za trge izvedenih finančnih instrumentov na blago je značilna izrazita udeležba subjektov, katerih glavna dejavnost ne vključuje opravljanja finančnih storitev, vendar se opirajo na trge izvedenih finančnih instrumentov, da zavarujejo svoje pozicije na osnovnih fizičnih trgih ali v nekaterih primerih izkoristijo gibanja na trgu za ustvarjanje dobička.

Nefinančni subjekti predstavljajo približno dve tretjini udeležencev na terminskem trgu zemeljskega plina[16] in približno 60 % udeležencev na terminskem trgu pšenice[17] glede na pozicije, ki jih imajo na svojih zadevnih trgih. Nekateri nefinančni subjekti delujejo tudi kot vzdrževalci trga in so lahko dejavni na fizičnih/promptnih trgih in tudi na trgih

[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? (Analiza podatkov iz direktive MiFID II o pozicijah v izvedenih finančnih instrumentih na blago: kdo so udeleženci na trgu in kakšen je njihov delež v segmentu izvedenih finančnih instrumentov na žito MATIF?).

izvedenih finančnih instrumentov. Z izvzetjem pomožne dejavnosti (AAE) iz člena 2(1), točka (j), MiFID II so trenutno nekateri nefinančni udeleženci na trgu, ki trgujejo z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago, izvzeti iz zahteve po pridobitvi dovoljenja v skladu z MiFID II (in s tem povezanih zahtev glede skladnosti), če se to trgovanje opravlja za svoj račun in ni povezano z izvrševanjem naročil strank ali če za svoje stranke ali dobavitelje v okviru svoje glavne dejavnosti opravljajo investicijske storitve v zvezi z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago ali emisijskimi kuponi ali njihovimi izvedenimi finančnimi instrumenti, pod pogojem, da se za dejavnost šteje, da je bodisi posamično bodisi združeno „pomožna“ k njihovi glavni dejavnosti.

Za ugotovitev, ali je dejavnost podjetja pomožna k njegovi glavni dejavnosti, se v okviru direktive MiFID II uporabljajo trije alternativni preskusi. Za upravičenost do izvzetja zadostuje izpolnjevanje katerega koli od navedenih preskusov:

- preskus *de minimis* za subjekte, pri katerih je neto neporavnana hipotetična izpostavljenost izvedenim finančnim instrumentom na blago ali pravicam do emisije oziroma njihovim izvedenim finančnim instrumentom za denarno poravnavo, s katerimi se trguje v EU, razen izvedenih finančnih instrumentov na blago ali pravic do emisije oziroma njihovih izvedenih finančnih instrumentov, s katerimi se trguje na mestu trgovanja, pod pragom 3 milijarde EUR;

- preskus *trgovanja* za subjekte, pri katerih obseg dejavnosti v zvezi z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago predstavlja 50 % ali manj skupnega obsega drugih trgovalnih dejavnosti skupine;

- preskus *uporabljenega kapitala* za subjekte, pri katerih ocenjeni kapital, ki se uporablja za izvajanje njihovih dejavnosti v zvezi z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago, predstavlja največ 50 % kapitala, ki se uporablja na ravni skupine za opravljanje glavne dejavnosti.

Treba je opozoriti, da so iz vseh navedenih pragov izključene trgovalne dejavnosti, povezane z varovanjem pred tveganji.

Določitev kot investicijsko podjetje v skladu z direktivo MiFID II ima daljnosežne posledice. To ne pomeni le uporabe organizacijskih in operativnih zahtev direktive MiFID II (ter s tem povezane nadzorne vloge in pooblastil nacionalnih pristojnih organov za sankcioniranje), temveč tudi določitev kot finančna nasprotna stranka v skladu z Uredbo (EU) št. 648/2012 (uredba EMIR), zlasti s tem povezanih zahtev glede izmenjave dvostranskega kritja pri trgovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti, in uporabo bonitetnega režima v skladu z Uredbo (EU) 2019/2033 (uredba o bonitetnih zahtevah za investicijska podjetja) in Direktivo (EU) 2019/2034 (direktiva o bonitetnih zahtevah za investicijska podjetja), vključno s povezanimi kapitalskimi in likvidnostnimi zahtevami. Vendar je treba opozoriti, da se vrsta ključnih zahtev iz finančnih pravil uporablja za vse subjekte ne glede na to, ali se štejejo za investicijska podjetja. To vključuje zahteve v zvezi z zlorabo trga, omejitvami pozicij in poročanjem v skladu z uredbo EMIR.

Leta 2021 je bilo s svežnjem za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi (sveženj CMRP) uvedenih več sprememb za zmanjšanje dela upravnega bremena, s katerim se izkušeni vlagatelji soočajo v odnosih med podjetji, in za zagotovitev priložnosti, da nove blagovne borze še naprej razvijajo, poglabljajo in izboljšujejo svojo likvidnost. Direktiva (EU) 2021/338 je poenostavila preskus za izvzetje pomožne dejavnosti z uvedbo zgoraj

navedenega praga *de minimis* na podlagi izpostavljenosti. Obveznost, da udeleženci na trgu vsako leto sporočijo, da izpolnjujejo merila za izvzetje pomožne dejavnosti, je bila odpravljena in nadomeščena z možnostjo, da nacionalni pristojni organi informacije zahtevajo *ad hoc*.

Tudi v drugih jurisdikcijah, kot so Združene države Amerike in Združeno kraljestvo, veljajo pravila, s katerimi se preprečuje, da bi subjekte, ki trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago opravljajo kot pomožno dejavnost, zajemala finančna zakonodaja. V Združenih državah Amerike so z izjemo *Swap Dealer De Minimis Exception* (izjema *de minimis* za trgovce z zamenjavami) iz obveznosti registracije pri CFTC izvzeti subjekti, katerih bruto dejavnost trgovanja z zamenjavami v dvanajstmesečnem obdobju ne presega 8 milijard USD. Izjema v ZDA zajema le trgovalno dejavnost za račun stranke in iz izračunov praga izključuje vsakršno dejavnost trgovanja za svoj račun. V tej fazi ni dokazov, da bi druge večje jurisdikcije nameravale zaostriti svoje funkcionalne ekvivalente izvzetju pomožne dejavnosti.

Nazadnje, v Draghijevem poročilu so navedene morebitne koristi, ki bi jih prinesla vključitev velikih udeležencev na trgu, zlasti na področju energetike, v status investicijskega podjetja, da bi se povečala preglednost trga in zmanjšalo tveganje kršitev.

Povratne informacije deležnikov in ocena

V posvetovanju z deležniki so bili podrobno proučeni vsi ustrezni vidiki delovanja izvzetja pomožne dejavnosti, kot so koristnost samega izvzetja, ustreznost treh preskusov in ustreznost metodologij (npr. pragovi na podlagi bruta v primerjavi s pragovi na podlagi neta).

Deležniki so dosledno opozarjali na pomen izvzetja pomožne dejavnosti za zagotovitev nadaljnje udeležbe pretežno nefinančnih akterjev na blagovnih borzah. Deležniki so trdili, da izvzetje ni potrebno le zato, da lahko taki subjekti ustrezno zavarujejo svojo poslovno izpostavljenost in učinkovito načrtujejo svoje poslovanje, temveč tudi za ohranitev globine trgov izvedenih finančnih instrumentov na blago v Uniji. Respondenti so opozorili tudi na dodano vrednost trgovalnih dejavnosti, ki niso povezane z varovanjem pred tveganji, tudi kadar jih izvajajo nefinančna podjetja, ki imajo koristi od izvzetja pomožne dejavnosti, saj prispevajo h globini in likvidnosti trga, manjši koncentraciji, s strokovnimi spoznanji pa k oblikovanju cen na trgu.

Deležniki so skoraj soglasno podprli potrebo po ohranitvi regulativne stabilnosti na tem področju po spremembah, uvedenih leta 2021 s svežnjem za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi. Predlogi za poenostavitev preskusa, npr. z osredotočanjem le na trgovanje za svoj račun, kot velja v drugih jurisdikcijah, in predlogi za zaostritev preskusa so bili iz podobnih razlogov zavrnjeni, da bi se ohranila regulativna stabilnost.

Na splošno je posvetovanje z deležniki pokazalo, da bi zaostritev izvzetja pomožne dejavnosti pomenila daljnosežne posledice za poslovanje podjetij, ki jim izvzetje pomožne dejavnosti trenutno koristi. To stališče je bilo v veliki meri skupno predstavnikom panoge in regulatorjem. Glavni ugotovljeni dejavniki stroškov so bili:

(i) bonitetne obveznosti, ki izhajajo iz uporabe kapitalskih in likvidnostnih zahtev uredbe /direktive o bonitetnih zahtevah za investicijska podjetja;
(ii) zahteve za kritje pri poslih OTC, ki izhajajo iz spremembe določitve kot finančne nasprotne stranke v skladu z uredbo EMIR, ter

(iii) skupni stroški izpolnjevanja obveznosti v zvezi z zahtevami direktive MiFID II.

Respondenti, vključno s tremi javnimi organi, so v posvetovanju izrazili zaskrbljenost, da bi lahko zaostritev pogojev za izvzetje pomožne dejavnosti povzročila močno povečanje stroškov poslovanja ali težave pri ustreznem obvladovanju tveganja (npr. zaradi poslabšanih tržnih razmer, glej spodaj). Komisija priznava, da bi take spremembe lahko povzročile dodatne stroške izpolnjevanja obveznosti, na podlagi sedanjih bonitetnih pravil pa tudi dodatne kapitalskih omejitev za bonitetne namene. Čeprav bi bilo treba te elemente oceniti glede na pričakovane koristi in čeprav bi se z zaostritvijo izvzetja pomožne dejavnosti teoretično lahko zmanjšale trgovalne dejavnosti s prevzemanjem tveganja tako, da bi se omejile trgovalne dejavnosti njenih sedanjih upravičencev, ki niso povezane z varovanjem pred tveganji, so respondenti opozorili, da bi ta položaj lahko kljub temu pomenil tveganje, da bi nekatera podjetja, za katera trenutno ne veljajo predpisi o finančnem poslovanju in bonitetni predpisi, te trge zapustila. Če jih ne bi nadomestili novi udeleženci na trgu, bi umik večjega števila obstoječih podjetij lahko povzročil zmanjšanje globine, likvidnosti in učinkovitosti blagovnih borz, kar bi povzročilo bolj koncentrirane trge, višje stroške in manj zanesljivo varovanje pred tveganji. Več deležnikov je opozorilo, da bi se ti višji stroški, bodisi neposredni bodisi zaradi nepopolnega varovanja pred tveganji, lahko v obliki višjih cen blaga na koncu prenesli na končne odjemalce.

Posvetovanje je bilo namenjeno tudi oceni, ali deležniki menijo, da bi lahko bonitetne zahteve ublažile likvidnostne težave, s katerimi so se nekateri udeleženci na trgu soočali med energetsko krizo leta 2022 in povezanim obdobjem naglega porasta pozivov h kritju. Razen enega so vsi deležniki, ki so odgovorili, menili, da take zahteve ne bi olajšale položaja in bi ga lahko z dodatnim omejevanjem dostopa do likvidnosti celo poslabšale.

Nekateri deležniki so poudarili, da se več ključnih določb, povezanih s trgovanjem z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago, kot so pravila o zlorabi trga, poročanje o pozicijah in omejitve pozicij, pa tudi poročanje v skladu z uredbo EMIR, uporablja ne glede na regulativni status trgovcev z blagom. Ti deležniki so podvomili o nujnosti in dodani vrednosti zahteve, da trgovci z blagom pridobijo polni status investicijskega podjetja. Od 73 anketirancev, ki so o tej točki podali povratne informacije, so bili zamisli o pregledu ureditve o izvzetju pomožne dejavnosti naklonjeni le trije, pri čemer je le eden izrecno pozval k reformi. Dva javna organa (iz iste države članice) sta navedla, da bi bilo treba v primeru pregleda izvzetja pomožne dejavnosti vzpostaviti prilagojeno bonitetno ureditev za trgovce z blagom, ki bi upoštevala njihove posebne profile tveganja in poslovne modele. Komisija ugotavlja, da z vidika nadzora ravnanja in trga respondenti niso navedli nobenih elementov, ki bi kazali, da bi zaostritev izvzetja pomožne dejavnosti okrepila celovitost trgov.

Komisija ugotavlja, da so številni udeleženci menili, da bi zaostritev ureditve izvzetja pomožne dejavnosti udeležence na blagovnih borzah v EU postavila v slabši konkurenčni položaj v primerjavi z njihovimi globalnimi konkurenti, zlasti ker druge jurisdikcije sprejemajo prožnejše regulativne okvire.

Kar zadeva strukturo in delovanje treh preskusov, se je v posvetovanju pokazalo, da so vsi trije preskusi koristni in da jih respondenti uporabljajo. Tako je, čeprav Komisija meni, da vsi subjekti, ki imajo trenutno koristi od izvzetja pomožne dejavnosti, izpolnjujejo preskus *de minimis*. Deležniki so menili, da bi sprememba ali odprava katerega koli od teh preskusov povzročila stroške prilagoditve za udeležence na trgu, ki so že uvedli sisteme in postopke za izpolnjevanje izbranega preskusa.

Podobno so deležniki menili, da bi vsakršne spremembe metodologij za izračun ustreznih pragov zahtevale nepotrebne prilagoditve. Natančneje, respondenti so menili, da prehod na prag, ki temelji na bruto trgovalni dejavnosti, kakršen se uporablja v ZDA, ni združljiv s pristopom na podlagi tveganja v okviru direktive MiFID II, ki ga najbolje odraža prag na podlagi neto trgovalne dejavnosti.

Nazadnje, glede odprave letnih obvestil trgovcev z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago o izpolnjevanju pragov za izvzetje pomožne dejavnosti je več kot polovica respondentov menila, da je sprememba svežnja za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi zmanjšala upravna bremena in birokracijo. Več respondentov je poudarilo, da lahko nacionalni pristojni organi informacije še vedno zahtevajo *ad hoc*, poleg tega, kar je že predloženo na podlagi poročanja v skladu z direktivo MiFID II in uredbo EMIR. Vendar so nekateri respondenti predlagali razmislek o enkratnem začetnem uradnem obvestilu enotnemu nacionalnemu pristojnemu organu ali ESMA, da bi se na ravni EU vodila evidenca subjektov, dejavnih na trgih izvedenih finančnih instrumentov na blago. Čeprav tako obvestilo za podjetja ne bi pomenilo čezmernega bremena, bi lahko nadzornikom omogočilo celovit pregled nad udeleženci na trgu (zlasti če bi obstajalo tudi uradno obvestilo podjetij o prenehanju njihove dejavnosti na trgih izvedenih finančnih instrumentov na blago).

Zaključki ocene Komisije

Na podlagi povratnih informacij deležnikov ni bil ugotovljen obstoj nobenega pomembnega elementa, ki bi nakazoval, da izvzetje pomožne dejavnosti ne deluje ustrezno. Na podlagi teh povratnih informacij se zdi, da bi lahko sprememba področja uporabe in delovanja izvzetja pomožne dejavnosti imela pomembne in daljnosežne posledice ter bi lahko vplivala na konkurenčnost podjetij EU na trgih izvedenih finančnih instrumentov na blago. V tej fazi odgovori deležnikov ne kažejo, da so spremembe izvzetja pomožne dejavnosti nujno potrebne. V zvezi s tem Komisija ugotavlja, da se ključne določbe o ravnanju, zlasti tiste v zvezi z zlorabo trga in omejitvami pozicij, že uporabljajo, in to ne glede na to, ali imajo trgovalni subjekti status investicijskih podjetij.

Če bi se pozneje razmišljalo o pregledu izvzetja pomožne dejavnosti, zaradi katerega bi za več subjektov veljala obveznost pridobitve dovoljenja in nadzora kot za investicijska podjetja, bi bila prilagojena bonitetna ureditev, sorazmerna s profilom tveganja podjetij, ki delujejo na trgih izvedenih finančnih instrumentov na blago, ustreznejša. Kot so predlagali nekateri deležniki, bi lahko Komisija ne glede na navedeno proučila možnost, da vsi subjekti, dejavni na trgih izvedenih finančnih instrumentov na blago, nacionalnim pristojnim organom na začetku in ob prenehanju poslovanja predložijo enkratno uradno obvestilo, da bi se nadzornikom omogočil boljši vpogled v identiteto udeležencev na trgu. To velja tudi za podjetja, dejavna pri trgovanju z EUA ali njihovimi izvedenimi finančnimi instrumenti.

4. OMEJITVE POZICIJ, NADZIRANJE UPRAVLJANJA POZICIJ IN POROČANJE O POZICIJAH

Vloga in delovanje omejitev pozicij in nadziranje upravljanja pozicij

Omejitve pozicij so temeljna značilnost pravil, ki urejajo trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago v EU. Z njimi se omejuje velikost neto pozicije, ki jo lahko ima oseba kadar koli v nekaterih pogodbah na izvedene finančne instrumente na blago, z

dvojnim ciljem: (i) da se zagotovita urejeno trgovanje in poravnava ter (ii) prepreči tržna manipulacija.

Omejitve pozicij določijo nacionalni pristojni organi v skladu z načeli iz Delegirane uredbe (EU) 2022/1302 in ob upoštevanju mnenja ESMA. Omejitve pozicij se uporabljajo za izvedene finančne instrumente, s katerimi se trguje na mestu trgovanja, in gospodarsko enakovredne pogodbe OTC (EEOTC). Ne uporabljajo se za emisijske kupone in izvedene finančne instrumente na emisijske kupone. Ne uporabljajo se za pogodbe, izvzete iz C6, saj taki instrumenti ne spadajo na področje uporabe finančne zakonodaje.

Prvotna ureditev omejitev pozicij, vzpostavljena z direktivo MiFID II, se je izkazala za preveč omejevalno. Zato je bila s svežnjem za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi leta 2021 ta ureditev znatno omiljena, da bi podprla razvoj in poglabljanje trgov izvedenih finančnih instrumentov na blago. S svežnjem za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi je bilo zlasti:

- omejeno področje uporabe pogodb, za katere veljajo omejitve pozicij, samo na izvedene finančne instrumente na kmetijske proizvode ter na pomembne ali kritične izvedene finančne instrumente na nekmetijske proizvode. Pogodbe se štejejo za pomembne ali kritične, kadar njihove odprte pozicije obsegajo v povprečju najmanj 300 000 lotov v obdobju enega leta;

- razširjeno izvzetje za varovanje pred tveganji na pozicije, ki jih prevzamejo finančni subjekti, ki so del pretežno poslovne (tj. nefinančne) skupine, ter

- razširjeno izvzetje na pozicije, ki izhajajo iz poslov, sklenjenih za izpolnitev obveznosti zagotavljanja likvidnosti na mestu trgovanja.

Do zdaj omejitev pozicij velja za tri nekmetijske pogodbe na izvedene finančne instrumente na nekmetijsko blago: pogodba na izvedeni finančni instrument TTF, s katero se trguje na borzah ICE Endex in European Energy Exchange (EEX), pogodba na izvedeni finančni instrument THE, s katero se trguje na borzah EEX in ICE Endex, ter pogodba German Power Base, s katero se trguje na borzi EEX.

Osebe, ki imajo pozicije, ki izpolnjujejo pogoje, in želijo izkoristiti eno od navedenih izvzetij, morajo vložiti uradno zahtevo pri pristojnem nacionalnem organu, ki določi omejitev pozicij za zadevno pogodbo na izvedeni finančni instrument na blago.

Ustreznost delovanja ureditve omejitev pozicij bi bilo treba presojati ob upoštevanju, da imajo v drugih jurisdikcijah mesta trgovanja na splošno večjo vlogo pri prilagajanju, uporabi in spremljanju omejitev pozicij. Na primer, v ZDA za pogodbe, za katere ne veljajo zvezne omejitve pozicij, ki jih določa komisija za trgovanje z blagovnimi terminskimi pogodbami (CFTC), mesta trgovanja prosto določajo omejitve pozicij po lastni presoji. Podobno imajo mesta trgovanja večjo vlogo pri odobritvi izvzetij za varovanje pred tveganji in drugih izvzetij za udeležence na trgu, pri čemer uporabljajo pogoje iz sklepa CFTC.

Omejitve pozicij dopolnjuje nadziranje upravljanja pozicij, ki od mest trgovanja zahteva, da imajo vzpostavljene mehanizme za spremljanje odprtih pozicij udeležencev na trgu in zagotavljanje urejenega trgovanja na svojem mestu trgovanja. Zahteva po vzpostavitvi nadziranja upravljanja pozicij ima širše področje uporabe in velja za vse pozicije v izvedenih finančnih instrumentih na blago, in sicer ne glede na to, ali za pogodbo velja omejitev pozicij. Zajema vse vrste pozicij, tudi tiste, ki so bile prevzete za namene

varovanja pred tveganji. Cilj nadziranja upravljanja pozicij je mestom trgovanja omogočiti, da ugotovijo kopičenje velikih koncentriranih pozicij, ki bi lahko povzročile izkrivljanje cen, tržno manipulacijo ali druge zlorabe pri trgovanju. V skladu s členom 57(8) direktive MiFID II bi moral nadzor vključevati vsaj naslednja pooblastila za:

- spremljanje odprtih pozicij,
- pridobivanje celovitih informacij o prevzetih pozicijah, med drugim vključno z velikostjo in namenom oblikovanja pozicije,
- zaprtje pozicije ali njeno zmanjšanje,
- zahtevanje od imetnika pozicije, da v nekaterih primerih ponovno zagotovi likvidnost na trgu.

Poleg tega je bila z Delegirano uredbo Komisije 2022/1299 o dopolnitvi MiFID II[18] za pogodbe, ki jih je mogoče fizično poravnati, uvedena obveznost določitve ravni odgovornosti, njen namen pa je sprožiti dialog z imetnikom pozicije, če so preseženi nekateri kvalitativni ali kvantitativni pragovi. Mesta trgovanja bi morala svojim nacionalnim pristojnim organom poročati vse podrobnosti o svojem nadziranju upravljanja pozicij, vključno s številom primerov, v katerih so bile dosežene ravni odgovornosti.

Nazadnje, poročanje o pozicijah v skladu s členom 58(3) direktive MiFID II vključuje obveznost udeležencev na trgu, da mestom trgovanja posredujejo informacije o pozicijah. Eden od ciljev te zahteve je mestom trgovanja zagotoviti informacije, potrebne za izvajanje njihovega mandata za upravljanje pozicij. Udeleženci na trgu morajo zato mestom trgovanja, na katerih trgujejo, predložiti podrobnosti o svojih pozicijah v pogodbah, s katerimi se trguje na navedenem mestu. Vendar informacije, predložene mestom trgovanja, ne vključujejo pozicij v identičnih pogodbah, s katerimi se trguje na drugih mestih trgovanja, niti pozicij v pogodbah OTC, ki se nanašajo na isto osnovni instrument. Opozoriti je treba, da je organ Združenega kraljestva za finančno poslovanje nedavno proučil možnost razširitve področja uporabe pogodb, o katerih morajo udeleženci na trgu poročati mestom trgovanja, vendar je ugotovil, da bi bil tak ukrep za udeležence na trgu čezmerno obremenjujoč. Organ je namesto tega določil, da mestom trgovanja v okviru njihovega mandata za nadziranje upravljanja pozicij podeli pooblastilo, da zahtevajo informacije o pozicijah v širšem naboru pogodb OTC, kadar take pozicije pomenijo tveganje za pošteno in urejeno trgovanje na njihovih trgih[19].

Povratne informacije deležnikov in ocena

Ciljno usmerjeno posvetovanje, ki ga je izvedla Komisija, je od deležnikov zbralo povratne informacije o obsežnem naboru vprašanj glede omejitev pozicij, nadziranja upravljanja pozicij in poročanja.

- *Omejitve pozicij*

Velika večina respondentov, vključno z regulatorji in javnimi organi, je menila, da sedanja ureditev omejitev pozicij deluje ustrezno in je dosegla svoje cilje, saj prispeva k

[18] Delegirana uredba – 2022/1299 – SL – EUR-Lex.

[19] To posvetovanje so med drugim spodbudili dogodki, ki so se marca 2022 zgodili na londonski borzi kovin in so bili povezani s kopičenjem velikih pozicij na trgu OTC, ki upravljavcem mest trgovanja niso bile vidne, kar je oviralo njihovo zmožnost izpolnjevanja mandata za upravljanje pozicij.

preprečevanju zlorabe trga in zagotavljanju urejenega trgovanja. Deležniki so poudarili, da so reforme svežnja za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi omogočile ublažitev prej opaženih škodljivih učinkov na globino in likvidnost trga ter da je ukrep postal bolj ciljno usmerjen, sorazmeren in učinkovit. Na splošno so deležniki v trenutnih razmerah menili, da sedanja ureditev omejitev pozicij zaradi dobro delujočega izvzetja za varovanje pred tveganji ni škodljivo vplivala niti na likvidnost trga niti na zmožnost udeležencev na trgu, da se učinkovito zavarujejo pred tveganji. Več respondentov je zlasti poudarilo, da se je bolje prilagojeno izvzetje za varovanje pred tveganji po svežnju za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi med energetsko krizo izkazalo za posebno koristno, saj je omogočilo učinkovito varovanje pred tveganji.

Ugotovitve Komisije na podlagi dnevnih podatkov nacionalnih pristojnih organov o pozicijah v izvedenih finančnih instrumentih TTF kažejo, da so se take pozicije sistematično zmanjšale, še preden bi lahko presegle omejitve, čeprav so se pozicije nekaterih udeležencev na trgu navedenim omejitvam občasno približale. Komisija meni, da to dokazuje, da omejitve pozicij delujejo ustrezno in so določene na primernih ravneh.

Prav tako ugotavlja, da lahko omejitve pozicij pomagajo preprečiti čezmerno koncentracijo trga. V zvezi s tem ugotavlja, da se je koncentracija pozicij na trgu izvedenih finančnih instrumentov TTF postopno zmanjšala, saj je delež prvih desetih udeležencev padel s približno 50 % vseh dolgih pozicij julija 2022 na približno 35 % konec leta 2024[20].

Večina respondentov, vključno z večino javnih organov, je menila, da ni treba spremeniti niti obsega pogodb, za katere veljajo omejitve pozicij, niti vrste zajetih pozicij. Prav tako so skoraj soglasno zavrnili predlog iz Draghijevega poročila, da bi se omejitve pozicij razlikovale glede na vrste trgovcev. Komisija meni, da ni mogoče ugotoviti potrebe po nadaljnjem razlikovanju ureditve omejitev pozicij glede na vrsto udeleženca na trgu, ob upoštevanju obstoječega izvzetja za varovanje pred tveganji v direktivi MiFID II, ki nefinančnim podjetjem že omogoča določeno prožnost, ter nezanemarljivega tveganja, da bi okvir postal po nepotrebnem zapleten.

Nekateri deležniki iz panoge so opozorili, da so postopki za vložitev vlog za izvzetje za varovanje pred tveganji ali zagotavljanje likvidnosti in za njihovo odobritev obremenjujoči. 57 % respondentov je predlagalo, da bi se lahko te naloge prenesle na mesta trgovanja. Pet mest trgovanja in dve združenji borz pa se s tem predlogom niso strinjali. Poleg tega sta dva regulatorja navedla, da se vloga mest trgovanja ne bi smela razširiti na določanje samih omejitev pozicij, zlasti zaradi nasprotujočih si poslovnih interesov med mesti trgovanja, na katerih se trguje z isto pogodbo. Komisija tudi v tem zadnjem primeru vidi izzive, zato meni, da se ne bi smelo predvideti nobenega prenosa nalog, povezanih z določanjem omejitev pozicij. Vseeno pa se zdi, da bi bilo mogoče postopek odobravanja izvzetij za varovanje pred tveganji ali zagotavljanje likvidnosti oblikovati tako, da bi bil prožnejši, in sicer s prenosom nekaterih nalog, kot sta obravnavanje vlog in potrjevanje zahtevkov za izvzetja, na mesta trgovanja, zlasti kadar prosta presoja ni potrebna ali je zelo omejena.

Nazadnje, dva respondenta sta postavila vprašanji glede uporabe ureditve EU za omejitve pozicij za pozicije, prevzete na mestih trgovanja v tretjih državah, in glede morebitnega tveganja izogibanja pravilom, ki ga to povzroča. Sedanja ureditev omejitev pozicij v okviru direktive MiFID morda povzroča pravno negotovost glede pozicij, ki jih prevzamejo investicijska podjetja iz EU in njihove stranke na mestih trgovanja v tretjih državah, na

[20] Vir: podatki borz EEX in ICE za poletje 2022 in 2024.

katerih se trguje z gospodarsko enakovrednimi pogodbami na izvedene finančne instrumente na blago, ter glede obsega, v katerem bi bilo treba o takih pozicijah poročati in jih upoštevati pri omejitvah pozicij, kadar za take pogodbe veljajo omejitve pozicij v EU. To bi lahko prispevalo k neenakim konkurenčnim pogojem med mesti trgovanja v EU in v tretjih državah ter ustvarilo morebitne spodbude za trgovanje z gospodarsko enakovrednimi izvedenimi finančnimi instrumenti na mestih trgovanja v tretjih državah namesto na mestih trgovanja v EU.

– *Poročanje o pozicijah in nadziranje upravljanja pozicij*

Kar zadeva poročanje o pozicijah, so vsi respondenti razen enega izrazili pomisleke glede morebitnih obveznosti udeležencev na trgu, da mestom trgovanja sistematično poročajo o pozicijah OTC v podporo njihovemu mandatu za nadziranje upravljanja pozicij. Respondenti opozarjajo na morebitno znatno breme in tveganja, da bi to lahko povzročilo neprimerno izmenjavo poslovno občutljivih informacij. Deležniki namesto tega priporočajo učinkovitejšo uporabo obstoječih sporočenih podatkov. Približno 10 % respondentov (zlasti trije javni organi) je predlagalo, da bi bilo treba poročanje o pozicijah v gospodarsko enakovrednih pogodbah OTC razširiti na vse udeležence na trgu in ga zato uporabljati tudi za subjekte, ki niso investicijska podjetja, zlasti da se zagotovi ustrezno izvrševanje omejitev pozicij.

Vendar je več deležnikov, ki nasprotujejo sistematičnemu poročanju o pozicijah OTC mestom trgovanja, menilo, da bi morala imeti mesta trgovanja možnost zahtevati dodatne informacije o pozicijah v širšem obsegu pogodb OTC, kadar lahko pozicije v takih pogodbah vplivajo na ceno pogodb, s katerimi se trguje na istem mestu trgovanja, in to le v posebnih okoliščinah, kot so obdobja zaostrenih tržnih razmer ali povečanega tveganja (v nasprotju s sistematičnim poročanjem). Komisija meni, da bi to lahko okrepilo zmožnost mest trgovanja za izvajanje njihovega nadziranja upravljanja pozicij ter pomagalo spremljati urejeno trgovanje, sčasoma pa trge zaščitilo pred tveganji za finančno stabilnost, obenem pa omejilo stroške izvajanja v primerjavi s sistematičnim poročanjem o pozicijah OTC mestom trgovanja.

Približno 85 % respondentov je menilo, da bi morali imeti finančni in energetski nadzorniki celovit dostop do svojih zadevnih naborov podatkov (npr. nacionalni regulativni organi bi morali imeti dostop do podatkov na podlagi direktive MiFID/uredbe MiFIR, medtem ko bi morali nacionalni pristojni organi imeti dostop do podatkov o izvzetju iz C6 in promptnih trgih). Komisija meni, da bi bilo to mogoče doseči z lažjim sodelovanjem in souporabo podatkov (glej oddelek o podatkih).

Nazadnje, stališča deležnikov glede morebitne razširitve poročanja o končnih upravičencih do pozicij, ki jih imajo udeleženci na trgu zunaj EU, so bila deljena. Čeprav so se respondenti (zlasti tisti s sedežem v EU) na splošno strinjali z dodano vrednostjo takih informacij, so trije respondenti opozorili na dodatno breme in morebitne izzive pri zagotavljanju skladnosti s pravili pri udeležencih na trgu zunaj EU. Regulatorji so se odločno zavzemali za to, da se ta vrzel v poročanju odpravi, tudi kar zadeva podatke o poslih. Dva finančna regulatorja in en energetski regulator so poudarili, da sedanji sistem ovira ustrezen nadzor in povzroča morebitne sistemske ranljivosti. Opozoriti je treba, da sedanja pravila ključnih mest trgovanja za izvedene finančne instrumente na blago (zlasti izvedene finančne instrumente na energente) že določajo obveznost predložitve takih informacij, zlasti zaradi izpolnjevanja zahtev glede poročanja iz uredbe REMIT.

Zaključki ocene Komisije

Na splošno Komisija meni, da sedanja ureditev omejitev pozicij deluje ustrezno. Noben tehten dokaz ne kaže, da bi bilo treba ureditev bodisi zaostriti bodisi omiliti. Komisija tudi ocenjuje, da so spremembe, uvedene s svežnjem za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi, prispevale k nadaljnjemu poglabljanju trgov izvedenih finančnih instrumentov na blago, zlasti v segmentu izvedenih finančnih instrumentov na energente.

Komisija vidi možnosti za nadaljnjo proučitev pogojev, pod katerimi bi bilo mogoče mestom trgovanja zaupati večje, a jasno opredeljene odgovornosti pri odobritvi izvzetij za varovanje pred tveganji in zagotavljanje likvidnosti ter po potrebi tudi *ad hoc* izvzetij, da bi bil ukrep prožnejši in bolj odziven na tržne trende, ne da bi se pri tem znaten del pristojnosti prenesel z regulatorjev. Uvesti bi bilo treba posebne zaščitne ukrepe, kot sta sistematično (vendar ciljno usmerjeno) poročanje nacionalnim pristojnim organom in njihovi redni pregledi, da bi se preprečila morebitna nasprotja interesov, nadzornikom pa omogočil konsolidiran pregled nad obstoječimi izvzetji. Vendar Komisija ne meni, da bi bilo primerno pooblastilo za določanje omejitev pozicij prenesti na mesta trgovanja.

Kar zadeva uporabo omejitev pozicij za pozicije, prevzete na mestih trgovanja zunaj EU, je Komisija v okviru svežnja o povezovanju trgov in nadzoru predlagala pojasnilo, da bi bilo treba pozicije, ki jih imajo investicijska podjetja iz EU in njihove stranke v gospodarsko enakovrednih pogodbah, s katerimi se trguje zunaj mesta trgovanja v EU, upoštevati pri oceni skladnosti z ureditvijo omejitve pozicij v okviru direktive MiFID. To bi zagotovilo enako obravnavanje pozicij v pogodbah, s katerimi se trguje na mestih trgovanja v EU, na mestih trgovanja zunaj EU in v pogodbah OTC. To pojasnilo je usklajeno s cilji politike strateške avtonomije in konkurenčnosti EU, poudarjenimi v Draghijevem poročilu, saj ustvarja enake konkurenčne pogoje na vseh mestih trgovanja, odpravlja spodbude za trgovanje zunaj EU in preprečuje morebitno izogibanje pravilom EU. Zagotavlja tudi pravno varnost za udeležence na trgu ter zmanjšuje stroške, povezane s pravno negotovostjo.

Komisija bi lahko za podporo mestom trgovanja pri izpolnjevanju njihovega mandata za upravljanje pozicij ter za zagotovitev poštenih in urejenih trgov dodatno proučila pogoje, pod katerimi bi bilo mogoče mestom trgovanja zaupati razširjena pooblastila za nadziranje upravljanja pozicij, da na *ad hoc* podlagi in v določenih okoliščinah zahtevajo informacije o pozicijah, ki jih imajo njihovi udeleženci na trgu v širšem naboru pogodb OTC, povezanih z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago, ki jih ponujajo v trgovanje, ter o povezanih sredstvih in obveznostih v osnovnem blagu. To pooblastilo bi se moralo razširiti na vse pogodbe OTC, ki lahko vplivajo na oblikovanje cen ali pogoje poravnave zadevne pogodbe, s katero se trguje na mestu trgovanja v EU. Ta predlog bi omogočil tudi boljšo uskladitev pravil EU z ugotovitvami iz nedavnega poročila Mednarodnega združenja nadzornikov trga vrednostnih papirjev (IOSCO) o regulaciji in nadzoru trgov izvedenih finančnih instrumentov na blago[21], v katerem se priporoča nadaljnje delo za izboljšanje zmožnosti borz, da pridobijo informacije o pozicijah udeležencev na trgu v povezanih izvedenih finančnih instrumentih OTC na blago in na osnovnih fizičnih blagovnih borzah. Komisija pa meni, da morebitna zahteva, da udeleženci na trgu mestom trgovanja sistematično poročajo o svojih pozicijah na osnovnem trgu in v širokem naboru pogodb OTC, ne bi bila sorazmerna zaradi bremena, ki bi ga tak ukrep lahko pomenil. Iz istega razloga se tudi poročanje nadzornikom o vseh pozicijah na osnovnih trgih ali v pogodbah OTC, poleg poročanja investicijskih podjetij o pozicijah v gospodarsko enakovrednih

[21] Https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD781.pdf.

pogodbah OTC, ne zdi primerno. Kljub temu lahko Komisija zaradi izenačitve konkurenčnih pogojev med različnimi vrstami udeležencev na trgu prouči, ali bi bilo mogoče poročanje o pozicijah v gospodarsko enakovrednih pogodbah OTC razširiti na vse udeležence na trgu[22], da bi se zagotovilo ustrezno izvrševanje omejitev pozicij.

Nazadnje, Komisija lahko prouči, v kolikšnem obsegu bi bila morebitna dodatna zahteva, da udeleženci na trgu iz tretjih držav predložijo informacije o končnih upravičencih, primerna za odpravo vrzeli v sedanjem poročanju o pozicijah.

5. ZAKLJUČKI

Odgovori deležnikov in naknadna ocena Komisije na podlagi analize tržnih trendov niso pokazali nujne potrebe po vsebinskih spremembah pregledanih elementov okvira za izvedene finančne instrumente na blago, čeprav bi se lahko v prihodnje razmislilo o nekaterih ciljno usmerjenih spremembah.

[22] To pomeni poleg investicijskih podjetij in subjektov, ki niso investicijska podjetja, vendar poslujejo prek investicijskega podjetja.