KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 26.5.2026 r.
COM(2026) 251 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

z dokonanej przez Komisję oceny rynków towarowych instrumentów pochodnych, uprawnień do emisji i instrumentów pochodnych bazujących na uprawnieniach do emisji na podstawie art. 90 ust. 5 dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID II) (dyrektywa 2014/65/UE), zmienionej w lutym 2024 r.

WYKAZ SKRÓTÓW 2

1. WPROWADZENIE 3

2. ASPEKTY DANYCH DOTYCZĄCE TOWAROWYCH INSTRUMENTÓW POCHODNYCH 4

3. ZWOLNIENIE DOTYCZĄCE DZIAŁALNOŚCI DODATKOWEJ.....9

4. LIMITY POZYCJI, MECHANIZMY KONTROLI ZARZĄDZANIA POZYCJAMI I SPRAWOZDANIA DOTYCZĄCE POZYCJI.....14

5. WNIOSKI.....20

WYKAZ SKRÓTÓW

AAE: wyłączenie dotyczące działalności dodatkowej

ACER: Agencja Unii Europejskiej ds. Współpracy Organów Regulacji Energetyki

CDR 2022/1299: rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1299

CFTC: Commodity Futures Trading Commission

CMRP: pakiet na rzecz odbudowy rynków kapitałowych (dyrektywa (UE) 2021/338)

EEOTC: ekonomicznie równoważny kontrakt będący przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym

EMIR: rozporządzenie w sprawie infrastruktury rynku europejskiego (rozporządzenie (UE) nr 648/2012)

ESMA: Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych

UE: Unia Europejska

EUA: uprawnienie w ramach EU ETS

ETS: system handlu emisjami

IFD: dyrektywa w sprawie firm inwestycyjnych (dyrektywa (UE) 2019/2034)

IFR: rozporządzenie w sprawie wymogów ostrożnościowych dla firm inwestycyjnych (rozporządzenie (UE) 2019/2033)

MiFID II: dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (dyrektywa 2014/65/UE)

MiFIR: rozporządzenie w sprawie rynków instrumentów finansowych (rozporządzenie (UE) nr 600/2014)

NCA: właściwy organ krajowy

NRA: krajowy organ regulacyjny

OTC: poza rynkiem regulowanym

PMC: mechanizmy kontroli zarządzania pozycjami

REMIT: rozporządzenie w sprawie integralności i przejrzystości hurtowego rynku energii (rozporządzenie (UE) nr 1227/2011)

TFUE: Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej

TTF: wirtualny punkt obrotu Title Transfer Facility

TV: system obrotu

1. WPROWADZENIE

Towarowe instrumenty pochodne są dla uczestników rynku kluczowymi instrumentami służącymi do zabezpieczenia ekspozycji na rynkach towarów bazowych (np. energii, towarów rolnych, metali). Te rynki towarowe charakteryzują się tym, że uczestniczą w nich głównie podmioty niefinansowe. Do podmiotów tych należą przede wszystkim producenci towarów fizycznych, przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, duże energochłonne przedsiębiorstwa niefinansowe oraz podmioty prowadzące handel towarami fizycznymi, które to podmioty są bezpośrednio zależne od rynków towarowych instrumentów pochodnych w celu ograniczenia ryzyka związanego z prowadzoną przez nie działalnością handlową.

Właściwe funkcjonowanie rynków towarowych instrumentów pochodnych odgrywa ważną rolę w zapewnianiu stabilności i dobrobytu gospodarki UE oraz, w przypadku rynków energetycznych instrumentów pochodnych, przystępności cenowej energii w UE i sprawnego funkcjonowania rynku. Dlatego też rolę wydajnych rynków, w tym rynków instrumentów pochodnych([1]), podkreślono w dokumentach przyjętych przez Komisję w lutym 2025 r.: w Pakcie dla czystego przemysłu([2]) i w Planie działania na rzecz przystępnej cenowo energii([3]). System towarowych instrumentów pochodnych jest ponadto kluczowym elementem europejskich rynków finansowych, zapewniającym uczestnikom rynku zdolność do zarządzania ryzykiem i inwestowania w szereg towarowych instrumentów pochodnych, w tym w uprawnienia do emisji i instrumenty pochodne bazujące na uprawnieniach do emisji. Rynki towarowych instrumentów pochodnych w UE podlegają zatem obszernemu zestawowi przepisów, które uwzględniają szczególny charakter tych instrumentów i ich znaczenie dla gospodarki UE.

Komisja Europejska przedkłada Parlamentowi Europejskiemu i Radzie niniejsze sprawozdanie zgodnie z art. 90 ust. 5 dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID II) (dyrektywa 2014/65/UE). Zgodnie z wymogiem określonym w art. 90 ust. 5 MiFID II w trakcie przygotowywania niniejszego sprawozdania Komisja zwróciła się o informacje do Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego (EUNB) oraz Agencji Unii Europejskiej ds. Współpracy Organów Regulacji Energetyki (ACER). ESMA i ACER przekazały wymagane informacje. EUNB poinformował Komisję Europejską, że przygotowanie wkładu dotyczącego rynków towarowych będzie wymagało bardziej dogłębnej analizy i w związku z tym wkład ten nie został zawarty w odpowiedzi na wystosowany przez Komisję wniosek o poradę do celów sprawozdań na temat wymogów ostrożnościowych dotyczących firm inwestycyjnych([4]). W niniejszym sprawozdaniu nie uwzględniono zatem wkładu EUNB.

([1]) Zarówno Pakt dla czystego przemysłu, jak i Plan działania na rzecz przystępnej cenowo energii odnoszą się do powołanej przez Komisję grupy zadaniowej ds. rynków gazu, która analizowała m.in. funkcjonowanie rynku derywatów gazowych.
([2]) https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A52025DC0085.
([3]) https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A52025DC0079&qid=1741780110418.
([4]) CfA_IFR and IFD review - final.pdf.

Komisja Europejska przeprowadziła również konsultacje z uczestnikami rynku w ramach ukierunkowanych konsultacji, które trwały osiem tygodni, od lutego do kwietnia 2025 r.([5]) W sumie otrzymano 94 odpowiedzi, z czego 67 od przedstawicieli branży (w tym od 12 giełd i ich stowarzyszeń) i 12 od organów publicznych i organów regulacji rynku. W trakcie przygotowywania niniejszego sprawozdania Komisja uważnie przeanalizowała te odpowiedzi i dokonała przeglądu odpowiednich danych i tendencji rynkowych w celu uzupełnienia swojej oceny.

Zgodnie z wymogiem określonym w art. 90 ust. 5 MiFID II w sprawozdaniu oceniono w odniesieniu do każdego z następujących elementów ich wkład w płynność i właściwe funkcjonowanie europejskich rynków towarowych instrumentów pochodnych, uprawień do emisji lub instrumentów pochodnych bazujących na uprawnieniach do emisji:

a) systemy limitów pozycji i mechanizmy kontroli zarządzania pozycjami, na podstawie danych przekazanych ESMA przez właściwe organy zgodnie z art. 57 ust. 5 i 10 MiFID II;

b) elementy, o których mowa w art. 2 ust. 4 akapit drugi i trzeci MiFID, oraz kryteria ustalania, kiedy działalność ma być uznana za dodatkową w stosunku do głównego zakresu działalności na poziomie grupy zgodnie z rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2021/1833([2]), z uwzględnieniem (i) zdolności do zawierania transakcji mających na celu skuteczne ograniczenie ryzyka bezpośrednio związanego z działalnością handlową lub działalnością samofinansującą; (ii) stosowania od dnia 26 czerwca 2026 r. wymogów w odniesieniu do firm inwestycyjnych specjalizujących się w towarowych instrumentach pochodnych, uprawnieniach do emisji lub instrumentach pochodnych bazujących na uprawnieniach do emisji, jak określono w rozporządzeniu (UE) 2019/2033 (iii) oraz wymogów dotyczących kontrahentów finansowych, które określono w rozporządzeniu (UE) nr 648/2012;

c) kluczowe elementy umożliwiające uzyskanie zharmonizowanego zbioru danych dotyczących transakcji na rynkach towarowych instrumentów pochodnych przez jeden podmiot oraz odpowiednie informacje na temat danych dotyczących transakcji, które mają być podawane do publicznej wiadomości, oraz najodpowiedniejszy format tych danych.

Ponadto w raporcie Draghiego opublikowanym we wrześniu 2024 r. przedstawiono pewne propozycje zmian ram regulacyjnych, którym podlegają rynki towarowych instrumentów pochodnych.

2. ASPEKTY DANYCH DOTYCZĄCE TOWAROWYCH INSTRUMENTÓW POCHODNYCH

Kontekst

Obrót towarowymi instrumentami pochodnymi podlega wymogom przejrzystości i sprawozdawczości określonym w MiFID II, MiFIR i EMIR. Przepisy te nie wprowadzają

([5]) Ukierunkowane konsultacje w sprawie przeglądu funkcjonowania rynków towarowych instrumentów pochodnych i niektórych aspektów związanych z rynkami kasowymi energii w 2025 r. – finanse.

rozróżnienia między towarami bazowymi. Ponadto energetyczne towarowe instrumenty pochodne podlegają również wymogom sprawozdawczym (chociaż z zastrzeżeniami mającymi na celu uniknięcie podwójnej sprawozdawczości) na podstawie rozporządzenia (UE) nr 1227/2011 (REMIT).

Podczas gdy zgłaszanie informacji do repozytoriów transakcji na podstawie EMIR obejmuje wszystkie transakcje na towarowych instrumentach pochodnych z udziałem co najmniej jednego kontrahenta z UE, wymogi sprawozdawcze wynikające z MiFID II/MiFIR różnią się w zależności od rodzaju danych, podmiotu otrzymującego zgłaszane dane oraz tego, czy transakcja ma miejsce w systemie obrotu. MiFIR zawiera też szczegółowe informacje na temat warunków, na jakich niektóre dane przedtransakcyjne (zlecenia) i dane dotyczące transakcji na instrumentach finansowych mają być podawane do wiadomości publicznej. MiFID II stanowi, że systemy obrotu mają codziennie przekazywać właściwym organom krajowym informacje na temat pozycji w odniesieniu do uczestników rynku działających w tych systemach([6]). Uczestnicy rynku są z kolei zobowiązani do codziennego zgłaszania systemom obrotu posiadanych pozycji w kontraktach na instrumenty pochodne będących przedmiotem obrotu w danym systemie([7]). Dodatkowo firmy inwestycyjne powinny codziennie zgłaszać odpowiedniemu właściwemu organowi krajowemu([8]) posiadane pozycje w ekonomicznie równoważnych kontraktach będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym[9].

Przepisy REMIT, zmienione rozporządzeniem (UE) 2024/1106 (REMIT II) i wydanym do REMIT rozporządzeniem wykonawczym (UE) 1348/2014 (rozporządzenie wykonawcze do REMIT), wprowadziły szczegółowe wymogi dotyczące sprawozdawczości w odniesieniu do transakcji i zleceń związanych z produktami energetycznymi sprzedawanymi w obrocie hurtowym([10]).

W REMIT II, które weszło w życie w maju 2024 r., ustanowiono obowiązek stworzenia mechanizmów wymiany danych między różnymi organami regulacyjnymi, w tym ACER, ESMA, Eurofisc, Komisją Europejską, krajowymi organami regulacyjnymi, właściwymi organami krajowymi i innymi odpowiednimi organami w UE. Ponadto ponieważ REMIT obejmuje energetyczne instrumenty pochodne, traktując je jako produkty energetyczne sprzedawane w obrocie hurtowym, przepisy szczegółowe REMIT II zapobiegają podwójnej sprawozdawczości zarówno na podstawie zbioru przepisów finansowych, jak i REMIT II. REMIT II stanowi zatem, że osoby, które zgłosiły transakcje zgodnie z MiFIR lub EMIR, nie powinny podlegać podwójnym obowiązkom sprawozdawczym w odniesieniu do tych transakcji([11]).

Obecne ramy regulacyjne ustanawiają wiele kanałów sprawozdawczości, przy czym dostęp do danych mają tylko konkretne organy regulacyjne. Na przykład ACER i krajowe organy regulacyjne otrzymują dane dotyczące produktów energetycznych sprzedawanych w obrocie hurtowym (poza niektórymi danymi finansowymi dostępnymi za

([6]) Art. 58 ust. 1 MiFID II.
([7]) Art. 58 ust. 3 MiFID II.
([8]) Właściwemu organowi krajowemu, któremu podlega najbardziej płynny rynek towarowego instrumentu pochodnego, z którym kontrakt będący przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym jest równoważny.
([9]) Art. 58 ust. 2 MiFID II.
([10]) Art. 2 pkt 4 REMIT II.
([11]) Art. 6 ust. 5 rozporządzenia wykonawczego do REMIT stanowi ponadto, że „[w] przypadku gdy osoby poinformowały o szczegółach dotyczących transakcji zgodnie z art. 26 rozporządzenia (UE) nr 600/2014 lub z art. 9 rozporządzenia (UE) nr 648/2012, ich obowiązki w zakresie przekazania tych szczegółów na mocy art. 8 ust. 1 rozporządzenia (UE) nr 1227/2011 uważa się za wypełnione”.

pośrednictwem repozytoriów transakcji, o których mowa w EMIR, w odniesieniu do produktów energetycznych sprzedawanych w obrocie hurtowym, które kwalifikują się również jako instrumenty finansowe), natomiast ESMA i właściwe organy krajowe otrzymują dane finansowe. Ta segregacja oznacza, że dane dostępne dla organów nadzoru rynku energii nie zawsze docierają do organów regulacji rynku finansowego i odwrotnie, co może utrudniać nadzór międzyrynkowy. Na przykład ESMA i właściwe organy krajowe nie mają systematycznego dostępu do danych dotyczących produktów objętych wyłączeniem na podstawie sekcji C pkt 6 załącznika I do MiFID II (*C6 carve-out*) i produktów rynku kasowego zgłaszanych ACER. Sprawozdawczość i analizę danych komplikują ponadto różnice w standardach sprawozdawczości między MiFIR/EMIR a REMIT II, nawet w odniesieniu do pokrewnych produktów.

Konsultacje z zainteresowanymi stronami dotyczyły wielu aspektów danych. W ramach konsultacji zbadano, czy ESMA ma wystarczający dostęp do danych dotyczących transakcji za pośrednictwem właściwych organów krajowych. Przeanalizowano także obszary, w których można poprawić lub usprawnić wymianę informacji i dostęp do odpowiednich informacji, oraz czy sprawozdawczość można lepiej zharmonizować zarówno w zbiorach przepisów finansowych, jak i energetycznych. Możliwym wariantem poruszonym w ramach konsultacji było utworzenie scentralizowanego mechanizmu gromadzenia danych dotyczących kontraktów na rynku kasowym oraz kontraktów na instrumenty pochodne. Konsultacje miały ponadto na celu wyjaśnienie, czy w kontekście scentralizowanego mechanizmu gromadzenia danych odpowiednie dane powinny być zgłaszane przez (i) repozytoria transakcji, (ii) zarejestrowane mechanizmy sprawozdawcze (RRM), (iii) podmiot trzeci, który konsolidowałby również odpowiednie dane otrzymane od repozytoriów transakcji i RRM, zapewniając równy dostęp wszystkim organom regulacyjnym, takim jak ESMA, ACER, krajowe organy regulacyjne, właściwe organy krajowe i Komisja, lub (iv) jakikolwiek inny podmiot. Konsultacje obejmowały też pytania, czy centralny mechanizm gromadzenia danych mógłby również służyć jako punkt kompleksowej obsługi w zakresie zgłaszania danych przez uczestników rynku działających zarówno na rynkach towarów fizycznych/rynkach kasowych, jak i na rynkach instrumentów pochodnych, co zmniejszyłoby obciążenie sprawozdawcze podmiotów prowadzących handel towarami. W ramach konsultacji zapytano także, czy należałoby rozważyć alternatywne podejście do scentralizowanego mechanizmu gromadzenia danych, zgodnie z którym właściwe organy krajowe miałyby systematyczny dostęp do bazy danych ACER i odwrotnie.

W raporcie Draghiego z 2024 r. zalecono gromadzenie danych dotyczących transakcji i pozycji związanych z energetycznymi instrumentami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. Komisja zauważa, że EMIR przewiduje już zgłaszanie wszystkich transakcji na instrumentach pochodnych, w tym transakcji pochodnych realizowanych poza rynkiem regulowanym, które obejmują co najmniej jednego kontrahenta z UE. Jeżeli natomiast chodzi o dane dotyczące pozycji, jak zauważono w sekcji 4 niniejszego sprawozdania, podmioty niebędące firmami inwestycyjnymi nie są obecnie zobowiązane do zgłaszania unijnym organom regulacyjnym pozycji będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym([12]).

Informacje zwrotne od zainteresowanych stron i ocena

([12]) Chyba że zawierają transakcję za pośrednictwem unijnej firmy inwestycyjnej, w którym to przypadku firma inwestycyjna dokonuje zgłoszenia w ich imieniu.

W odniesieniu do harmonizacji sprawozdawczości ponad połowa respondentów zgodziła się, że sprawozdawczość – na przykład w zakresie transakcji – na podstawie REMIT II i MiFID II/MiFIR/EMIR należy usprawnić oraz że należy wyeliminować podwójną sprawozdawczość. Podkreślili oni jednak, że przepisy tworzące ramy sprawozdawczości finansowej, jak i te tworzące ramy sprawozdawczości w zakresie energii służą różnym celom i mają wyjątkowe cechy; ostrzegli oni także przed natychmiastowymi zmianami w odpowiednich systemach sprawozdawczości i zwrócili również uwagę na koszty wdrożenia, jakie zmiany takie mogą spowodować. Ze względu na koszty, które mogą w związku z tym powstać, uczestnicy stwierdzili, że przed rozpoczęciem jakichkolwiek prac harmonizacyjnych należy przeprowadzić ocenę skutków oraz analizę kosztów i korzyści. Dziewięciu przedstawicieli branży, w tym trzy systemy obrotu i jedno stowarzyszenie giełd, którzy opowiedzieli się za harmonizacją, wyraźnie postulowało podejście stopniowe, realizowane krok po kroku, począwszy od poprawy wymiany danych między organami regulacyjnymi, przed rozważeniem przeglądu istniejących wymogów sprawozdawczych. Kilku respondentów ze strony organów nadzorczych/regulacyjnych zasugerowało, że należy znaleźć wspólne pola danych sprawozdawczych zarówno w przypadku danych dotyczących energii, jak i danych finansowych, w tym stosować wspólne niepowtarzalne identyfikatory oparte na globalnych standardach.

Komisja przyznaje, że przegląd standardów sprawozdawczości, choć może przynieść długoterminowe korzyści w postaci uproszczonych ram, pociąga za sobą zmiany w formatach sprawozdawczości i związane z tym koszty dostosowania w perspektywie krótkoterminowej. Ponadto mogłoby to skomplikować składanie sprawozdań dotyczących innych klas instrumentów pochodnych na podstawie EMIR, ponieważ sprawozdawczość wynikająca z tego rozporządzenia nie ogranicza się do towarowych instrumentów pochodnych.

Zainteresowane strony były podzielone co do pomysłu utworzenia scentralizowanego mechanizmu gromadzenia danych. Połowa respondentów była zdania, że taki scentralizowany mechanizm mógłby ułatwić sprawozdawczość, pod warunkiem że opierałby się na istniejącej infrastrukturze i nie wprowadzałby nowych wymogów dotyczących danych ani dodatkowych poziomów złożoności lub kosztów. Natomiast druga połowa obawiała się kosztów wdrożenia i wskazywała na z natury różne cechy rynków, co uzasadnia zróżnicowanie obecnie obowiązujących systemów sprawozdawczości. Dwa organy regulacyjne stwierdziły, że scentralizowane podejście do sprawozdawczości zapewniłoby właściwym organom krajowym, krajowym organom regulacyjnym, ESMA i ACER dostęp do tego samego kompleksowego i skonsolidowanego zbioru danych, a dzięki temu uzyskałyby one całościowy obraz zarówno rynków fizycznych, jak i rynków instrumentów pochodnych do celów nadzoru.

Jako alternatywne rozwiązanie, nawet wśród respondentów opowiadających się za wspomnianym scentralizowanym mechanizmem, proponowano – jako rozwiązanie bardziej opłacalne, służące poprawie przepływu danych między ACER a organami nadzoru finansowego (i odwrotnie) – wykorzystanie obowiązujących przepisów REMIT II i stworzenie odzwierciedlających je regulacji w zbiorze przepisów finansowych, przewidujących szeroko zakrojoną współpracę i mechanizmy wymiany informacji między różnymi organami regulacyjnymi. Takie podejście pozwoliłoby również uniknąć wniosków o dostęp *ad hoc*. Zainteresowane strony bardziej pozytywnie odniosły się zatem do koncepcji usprawnienia wymiany danych między organami regulacyjnymi niż do wdrożenia całkowicie nowego mechanizmu. Komisja zgadza się, że wysoce pożądane byłoby zapewnienie bardziej systematycznej i zinstytucjonalizowanej wymiany danych

oraz wzajemnego dostępu do danych zarówno dla organów nadzoru finansowego, jak i organów nadzoru rynku energii.

Jeżeli chodzi o zmianę zasad przejrzystości przed- i posttransakcyjnej (zwłaszcza w odniesieniu do działalności transakcyjnej na wielostronnych platformach obrotu (MTF) i zorganizowanych platformach obrotu (OTF)), 70 % respondentów sprzeciwiło się wszelkim zmianom obecnych zasad, powołując się na potencjalną ekspozycję uczestników w odniesieniu do ich strategii zabezpieczających oraz na wyjątkowy charakter rynków towarowych. Niektórzy respondenci wskazali, że przed przeglądem MiFIR([13]) towarowe instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu na platformach MTF i OTF poddano przeglądowi przejrzystości przed- i posttransakcyjnej właśnie ze względu na fakt, że były przedmiotem obrotu w tych systemach obrotu. W wyniku tego przeglądu stwierdzono, że zakres przejrzystości instrumentów pochodnych nie powinien opierać się na pojęciu „obrotu w systemie obrotu" ze względu na fakt, że kontrakty te nie są zamienne. W opinii respondentów wymogi przejrzystości powinny mieć zastosowanie wyłącznie do instrumentów pochodnych, które są w wystarczającym stopniu standardowe, aby odnoszące się do nich publikowane dane były miarodajne dla uczestników rynku. Komisja przyznaje, że w każdym razie działalność transakcyjna w zakresie towarowych instrumentów pochodnych na OTF jest obecnie marginalna (0,3 % wolumenu obrotu w 2024 r.)([14]), a na MTF nie istnieje([15]).

44 z 48 respondentów wyrażających opinie na ten temat sprzeciwiło się włączeniu do systemu publikacji informacji skonsolidowanych danych przed- lub posttransakcyjnych dotyczących giełdowych towarowych instrumentów pochodnych. Wielu z nich zauważyło, że – w przeciwieństwie do instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym – giełdowe instrumenty pochodne są przedmiotem obrotu na rynkach regulowanych, co oznacza, że informacje o cenach i wolumenach obrotu są już publicznie dostępne i że działalność transakcyjna jest skoncentrowana na bardzo małej liczbie rynków regulowanych (co ogranicza wartość dodaną systemu publikacji informacji skonsolidowanych dla tej klasy aktywów). Tylko czterech uczestników z sektora energetycznego wyraziło poparcie dla pomysłu włączenia do systemu publikacji informacji skonsolidowanych danych przed- lub posttransakcyjnych dotyczących giełdowych towarowych instrumentów pochodnych.

Wnioski z oceny Komisji

Komisja przyznaje, że obecne ramy sprawozdawczości dotyczące towarowych instrumentów pochodnych są złożone. Dotyczy to w szczególności energetycznych towarowych instrumentów pochodnych, ponieważ zarówno rynek kasowy instrumentów bazowych, jak i energetyczne instrumenty pochodne podlegają specjalnym obowiązkom sprawozdawczym na podstawie REMIT II, podczas gdy te ostatnie są również zgłaszane na podstawie ram finansowych (w przeciwieństwie do innych rodzajów towarowych instrumentów pochodnych, które zgłasza się wyłącznie na podstawie przepisów finansowych). Wprawdzie REMIT II zawiera przepisy zapobiegające podwójnej

([13]) Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2809 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) 2017/1129, (UE) nr 596/2014 i (UE) nr 600/2014 w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek oraz ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału.

([14]) Wynika to również z faktu, że rozliczane fizycznie kontrakty będące przedmiotem obrotu na OTF są wyłączone z przepisów finansowych, a zatem nie są uznawane za instrument finansowy (produkty wyłączone na podstawie sekcji C6 MiFID II, *C6 carve-out*).

([15]) Źródło: dane ESMA.

sprawozdawczości, jak wspomniano powyżej, jednak zwiększenie efektywności istniejących procesów sprawozdawczych może być nadal możliwe.

Chociaż harmonizacja standardów sprawozdawczości i usprawnienie wymogów sprawozdawczych pomogłyby uprościć odpowiednie ramy, zmniejszyć obciążenie dla przedsiębiorstw i zracjonalizować dane wykorzystywane przez organy nadzoru, wymagałoby to dogłębnej oceny niezbędnych zmian w odpowiednich przepisach oraz związanych z tym kosztów zarówno dla uczestników rynku, jak i dla organów nadzoru/organów regulacyjnych. Podobnie utworzenie jednolitego mechanizmu sprawozdawczego, choć ogólnie pożądane jako efekt końcowy, mogłoby stwarzać poważne wyzwania pod względem kosztów wdrożenia i potencjalne trudności w rozróżnianiu między zgłaszaniem towarowych instrumentów pochodnych a zgłaszaniem innych instrumentów pochodnych.

W ramach ewentualnego podejścia stopniowego można by rozważyć środki krótkoterminowe mające na celu ułatwienie wymiany danych między organami i poprawę interoperacyjności zbiorów danych. Mogłoby to obejmować instytucjonalizację wymiany danych między organami regulacji rynku finansowego i organami regulacji rynku energii, z systematycznym dostępem do odpowiednich danych nadzorczych, co eliminowałoby potrzebę składania wniosków o dostęp *ad hoc*. Komisja mogłaby też zbadać możliwość przyjęcia formatów niepowtarzalnych identyfikatorów dla transakcji zgłaszanych na podstawie zarówno ram finansowych, jak i energetycznych.

Co nie mniej ważne, jeżeli chodzi o wymogi przejrzystości przed- i posttransakcyjnej, Komisja jest zdania, że obecne ramy zapewniają wystarczający poziom informacji publicznej, a zatem żadne zmiany w tym zakresie nie są uzasadnione. Wnioski te mają także zastosowanie do unijnych uprawnień do emisji i kontraktów na instrumenty pochodne bazujące na tych uprawnieniach.

3. ZWOLNIENIE DOTYCZĄCE DZIAŁALNOŚCI DODATKOWEJ

Rola i funkcjonowanie

Rynki towarowych instrumentów pochodnych charakteryzują się znacznym udziałem podmiotów, których główny zakres działalności nie obejmuje świadczenia usług finansowych, lecz które korzystają jednak z rynków instrumentów pochodnych w celu zabezpieczania swoich pozycji na rynkach fizycznych towarów bazowych lub, w niektórych przypadkach, wykorzystują ruchy na rynku, aby generować zysk.

Podmioty niefinansowe stanowią około dwóch trzecich uczestników rynku kontraktów terminowych na gaz ziemny([16]) oraz około 60 % uczestników rynku kontraktów terminowych na pszenicę([17]) pod względem pozycji utrzymywanych na danych rynkach. Niektóre podmioty niefinansowe działają również jako animatorzy rynku i mogą także prowadzić działalność zarówno na rynkach fizycznych/rynkach kasowych, jak i na rynkach instrumentów pochodnych. Wyłączenie dotyczące działalności dodatkowej

([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 danych dotyczących pozycji w świetle MiFID II w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych – kim są uczestnicy rynku i jaka jest ich waga w segmencie instrumentów pochodnych na zboża na MATIF?].

określone w art. 2 ust. 1 lit. j) MiFID II zwalnia obecnie niektórych niefinansowych uczestników rynku, którzy prowadzą obrót towarowymi instrumentami pochodnymi, z wymogu uzyskania zezwolenia przewidzianego w MiFID II (i związanych z nim wymogów dotyczących zgodności), jeżeli taka działalność transakcyjna jest działalnością na własny rachunek i nie wiąże się z wykonywaniem zleceń klientów lub jeżeli polega ona na świadczeniu usług inwestycyjnych w zakresie towarowych instrumentów pochodnych lub uprawnień do emisji lub bazujących na nich instrumentów pochodnych na rzecz klientów lub dostawców w ramach głównego zakresu ich działalności; warunkiem jest, aby działalność ta była uznawana za „dodatkową" względem głównego zakresu ich działalności, indywidualnie lub w ujęciu zbiorczym.

W celu ustalenia, czy działalność przedsiębiorstwa ma charakter dodatkowy względem głównego zakresu jego działalności, stosuje się trzy alternatywne testy wynikające z MiFID II. Spełnienie któregokolwiek z tych kryteriów jest wystarczające, aby skorzystać ze zwolnienia:

- test progu *de minimis* w przypadku podmiotów, których niespłacona ekspozycja referencyjna netto z tytułu towarowych instrumentów pochodnych lub uprawnień do emisji lub ich instrumentów pochodnych do rozliczenia w środkach pieniężnych będących przedmiotem obrotu w Unii, z wyłączeniem towarowych instrumentów pochodnych lub uprawnień do emisji lub ich instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu w systemie obrotu, jest poniżej rocznego progu wynoszącego 3 mld EUR;

- test *działalności transakcyjnej* w przypadku podmiotów, których rozmiar działalności związanej z towarowymi instrumentami pochodnymi odpowiada maksymalne 50 % całkowitego rozmiaru pozostałej działalności transakcyjnej grupy;

- test *zaangażowanego kapitału* w przypadku podmiotów, których szacowany kapitał zaangażowany do celów prowadzenia działalności związanej z towarowymi instrumentami pochodnymi nie przekracza 50 % kapitału zaangażowanego na poziomie grupy w prowadzenie głównego zakresu działalności.

Należy zauważyć, że wszystkie powyższe progi wykluczają działalność transakcyjną związaną z zabezpieczaniem.

Zakwalifikowanie się do kategorii firm inwestycyjnych na podstawie MiFID II ma szerokie implikacje. Wiąże się to nie tylko ze stosowaniem wymogów organizacyjnych i operacyjnych wynikających z MiFID II (oraz związaną z tym rolą nadzorczą właściwych organów krajowych i ich uprawnieniami do nakładania sankcji), ale również z uznaniem podmiotu za kontrahenta finansowego na podstawie rozporządzenia (UE) nr 648/2012 (EMIR), w szczególności z podleganiem wynikającym z tego wymogom w zakresie dwustronnej wymiany depozytów zabezpieczających przy prowadzeniu obrotu instrumentami pochodnymi, jak również ze stosowaniem systemu nadzoru ostrożnościowego na podstawie rozporządzenia (UE) 2019/2033 (rozporządzenie w sprawie wymogów ostrożnościowych dla firm inwestycyjnych – IFR) i dyrektywy (UE) 2019/2034 (dyrektywa w sprawie wymogów ostrożnościowych dla firm inwestycyjnych – IFD), w tym powiązanych wymogów kapitałowych i wymogów dotyczących płynności. Należy jednak zauważyć, że szereg kluczowych wymogów zawartych w zbiorze przepisów finansowych ma zastosowanie do wszystkich podmiotów, niezależnie od tego,

czy kwalifikują się one jako firmy inwestycyjne. Obejmuje to wymogi dotyczące nadużyć na rynku, limitów pozycji i sprawozdawczości wynikające z EMIR.

W 2021 r., w ramach pakietu na rzecz odbudowy rynków kapitałowych, wprowadzono szereg zmian mających na celu zmniejszenie niektórych obciążeń administracyjnych, z którymi mierzą się doświadczeni inwestorzy w relacjach między przedsiębiorstwami, oraz zapewnienie powstającym rynkom towarowym możliwości dalszego rozwoju, pogłębienia i poprawy płynności. Dyrektywa (UE) 2021/338 uprościła test w zakresie działalności dodatkowej przez wprowadzenie wyżej wymienionego progu *de minimis* opartego na ekspozycji. Zniesiono spoczywający na uczestnikach rynku obowiązek corocznego zgłaszania spełnienia kryteriów wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej i zastąpiono go możliwością wymagania przez właściwe organy krajowe informacji na zasadzie *ad hoc*.

Inne jurysdykcje, takie jak Stany Zjednoczone i Zjednoczone Królestwo, również wprowadziły przepisy mające na celu uniknięcie sytuacji, w której podmioty zawierające transakcje na towarowych instrumentach pochodnych w ramach działalności dodatkowej byłyby objęte przepisami finansowymi. W Stanach Zjednoczonych *wyjątek de minimis dotyczący dealerów swapów* zwalnia z obowiązku rejestracji w CFTC podmioty, których skala działalności transakcyjnej brutto w zakresie swapów w okresie dwunastu miesięcy nie przekracza 8 mld USD. Wyjątek obowiązujący w Stanach Zjednoczonych obejmuje jedynie działalność transakcyjną na rzecz klienta i wyłącza z obliczeń progu wszelką działalność transakcyjną na rachunek własny. Na obecnym etapie nie ma dowodów na to, że inne główne jurysdykcje mają zamiar zaostrzyć swój funkcjonalny odpowiednik wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej.

W raporcie Draghiego odniesiono się również do potencjalnych korzyści wynikających z objęcia dużych uczestników rynku, zwłaszcza rynku energetycznego, statusem firmy inwestycyjnej w celu zwiększenia przejrzystości rynku i zmniejszenia ryzyka uchybień.

Informacje zwrotne od zainteresowanych stron i ocena

W ramach konsultacji z zainteresowanymi stronami szczegółowo przeanalizowano wszystkie istotne aspekty funkcjonowania wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej, takie jak przydatność zwolnienia jako takiego, stosowność wskazanych trzech testów i adekwatność metod (np. progi oparte na wielkości brutto i na wielkości netto).

Zainteresowane strony konsekwentnie wskazywały na znaczenie wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej dla zapewnienia stałego uczestnictwa w rynkach towarowych podmiotów prowadzących głównie działalność niefinansową. Argumentowały one, że wyłączenie jest potrzebne nie tylko po to, aby takie podmioty mogły odpowiednio zabezpieczać swoje ekspozycje handlowe i skutecznie planować swoją działalność, ale również po to, by zachować głębokość rynków towarowych instrumentów pochodnych w Unii. Respondenci wskazali też na wartość dodaną działalności transakcyjnej niezwiązanej z zabezpieczaniem, w tym prowadzonej przez przedsiębiorstwa niefinansowe korzystające z wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej, a mianowicie przyczynianie się do głębokości i płynności rynku, zmniejszenia koncentracji oraz kształtowania cen poprzez ekspercki wgląd w rynek.

Zainteresowane strony niemal jednogłośnie poparły potrzebę zachowania stabilności regulacyjnej w tym obszarze po zmianach wprowadzonych w 2021 r. pakietem na rzecz odbudowy rynków kapitałowych. Sugestie dotyczące uproszczenia testu, np. przez

skupienie się wyłącznie na transakcjach na rachunek własny, jak ma to miejsce w innych jurysdykcjach, a także dotyczące wzmocnienia testu zostały odrzucone z podobnych powodów, z myślą o utrzymaniu stabilności regulacyjnej.

Ogólnie rzecz biorąc, konsultacje z zainteresowanymi stronami wykazały, że zaostrzenie wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej miałoby daleko idące konsekwencje dla działalności przedsiębiorstw, które obecnie korzystają z tego wyłączenia. Pogląd ten w dużej mierze podzielali przedstawiciele branży i organy regulacyjne. Głównymi zidentyfikowanymi czynnikami kosztotwórczymi były:

(i) obowiązki ostrożnościowe wynikające ze stosowania wymogów kapitałowych i wymogów dotyczących płynności określonych w IFR/IFD;
(ii) wymogi dotyczące depozytu zabezpieczającego w odniesieniu do transakcji poza rynkiem regulowanym wynikające ze zmiany kategorii zakwalifikowania podmiotów jako kontrahentów finansowych na podstawie EMIR oraz
(iii) ogólne koszty przestrzegania wymogów MiFID II.

Respondenci biorący udział w konsultacjach, w tym trzy organy publiczne, wyrazili obawy, że zaostrzenie warunków wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej może spowodować gwałtowny wzrost kosztów operacyjnych lub skutkować trudnościami w odpowiednim zarządzaniu ryzykiem (np. z powodu pogorszenia warunków rynkowych, zob. poniżej). Komisja przyznaje, że zmiany takie mogłyby prowadzić do dodatkowych kosztów przestrzegania przepisów oraz – na podstawie obecnych zasad ostrożnościowych – do dodatkowych ograniczeń kapitałowych do celów ostrożnościowych. Chociaż elementy te należy oceniać w świetle oczekiwanych korzyści, a zaostrzenie wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej mogłoby teoretycznie ograniczyć nadmiernie ryzykowną działalność transakcyjną przez ograniczenie prowadzonej przez obecnych beneficjentów tego wyłączenia działalności transakcyjnej niemającej charakteru zabezpieczającego, respondenci zauważyli, że sytuacja ta może jednak grozić tym, że niektóre firmy, które obecnie nie podlegają regulacjom dotyczącym praktyk finansowych i regulacjom ostrożnościowym, mogą te rynki opuścić. Wycofanie się znaczącej liczby dotychczasowych uczestników rynku, o ile w ich miejsce nie pojawią się nowi, mogłoby doprowadzić do zmniejszenia głębokości, płynności i efektywności rynków towarowych, co skutkowałoby większą koncentracją rynków, wyższymi kosztami i mniejszą wiarygodnością zabezpieczenia. Kilka zainteresowanych stron zauważyło, że te zwiększone koszty, zarówno bezpośrednie, jak i wynikające z niedoskonałego zabezpieczania, mogłyby ostatecznie zostać przeniesione na klientów końcowych w postaci wyższych cen towarów.

Konsultacje miały również na celu zbadanie, czy w opinii zainteresowanych strony wymogi ostrożnościowe mogłyby potencjalnie złagodzić presję na płynność, jakiej niektórzy uczestnicy rynku doświadczyli podczas kryzysu energetycznego w 2022 r. i związanego z nim okresu gwałtownego wzrostu wezwań do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego. Wszystkie zainteresowane strony, które udzieliły odpowiedzi, z wyjątkiem jednej, uznały, że wymogi takie nie złagodziłyby sytuacji, a nawet mogłyby ją pogorszyć przez dalsze ograniczanie dostępu do płynności.

Niektóre zainteresowane strony wskazały, że kilka kluczowych przepisów związanych z obrotem towarowymi instrumentami pochodnymi – takich jak przepisy dotyczące nadużyć na rynku, zgłaszania pozycji oraz limitów pozycji, a także składania sprawozdań na podstawie EMIR – ma zastosowanie niezależnie od statusu regulacyjnego podmiotów

prowadzących handel towarami. Te zainteresowane strony zakwestionowały konieczność i wartość dodaną wymagania od podmiotów prowadzących handel towarami uzyskania statusu pełnoprawnej firmy inwestycyjnej. Tylko trzech z 73 respondentów, którzy przekazali informacje zwrotne na ten temat, pozytywnie odniosło się do koncepcji przeglądu systemu wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej, przy czym tylko jeden z nich wyraźnie apelował o reformę. Dwa organy publiczne (z tego samego państwa członkowskiego) zauważyły, że w przypadku przeglądu wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej należy ustanowić odpowiednio dostosowany system ostrożnościowy dla podmiotów prowadzących handel towarami, aby uwzględnić ich szczególne profile ryzyka i modele biznesowe. Komisja zauważa, że w zakresie nadzoru nad postępowaniem na rynku i nadzoru rynku żadne elementy przedstawione przez respondentów nie wskazują, że zaostrzenie wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej zwiększyłoby integralność rynków.

Komisja zauważa, że wielu uczestników konsultacji było zdania, że zaostrzenie systemu wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej postawiłoby uczestników unijnego rynku towarowego w niekorzystnej sytuacji konkurencyjnej w porównaniu z ich odpowiednikami z innych części świata, tym bardziej że inne jurysdykcje przyjmują bardziej elastyczne ramy regulacyjne.

Jeżeli chodzi o strukturę i funkcjonowanie wspomnianych trzech testów, konsultacje pokazały, że wszystkie te trzy testy są wartościowe i wykorzystywane przez respondentów. Sytuacja ta ma miejsce, pomimo że – jak rozumie Komisja – wszystkie podmioty korzystające obecnie z wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej spełniłyby kryterium *de minimis*. Zainteresowane strony uznały, że zmiana lub usunięcie któregokolwiek z tych testów wiązałoby się z kosztami dostosowania dla uczestników rynku, którzy już wdrożyli systemy i procedury służące zapewnieniu zgodności z wybranym przez siebie testem.

W podobnym tonie zainteresowane strony stwierdziły, że wszelkie zmiany metod obliczania odpowiednich progów wymagałyby niepotrzebnych dostosowań. W szczególności respondenci uznali, że przejście na próg oparty na działalności transakcyjnej brutto – jak ten stosowany w Stanach Zjednoczonych – w oparciu o całość działalności transakcyjnej, byłoby niezgodne z przewidzianym w MiFID II podejściem opartym na analizie ryzyka, które znajduje najlepsze odzwierciedlenie w progu opartym na działalności transakcyjnej netto.

Ponadto, jeżeli chodzi o eliminację corocznych powiadomień o spełnieniu przez podmioty prowadzące handel towarowymi instrumentami pochodnymi wymagań dotyczących progów dla wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej, ponad połowa respondentów była zdania, że zmiana w pakiecie na rzecz odbudowy rynków kapitałowych zmniejszyła obciążenia administracyjne i biurokrację. Wielu respondentów podkreśliło, że właściwe organy krajowe mogą nadal zwracać się na zasadzie *ad hoc* o informacje wykraczające poza to, co już przekazano w ramach sprawozdawczości na podstawie MiFID II i EMIR. Niektórzy respondenci zasugerowali jednak rozważenie obowiązku dokonania jednorazowego początkowego zgłoszenia do jednego właściwego organu krajowego lub ESMA na potrzeby prowadzenia ogólnounijnego rejestru podmiotów działających na rynkach towarowych instrumentów pochodnych. Takie zgłoszenie, które nie byłoby nadmiernie uciążliwe dla firm, mogłoby zapewnić organom nadzoru kompleksowy obraz uczestników rynku (w szczególności w połączeniu ze zgłoszeniem od firm zaprzestających działalności na rynkach towarowych instrumentów pochodnych).

Wnioski z oceny Komisji

Na podstawie informacji zwrotnych od zainteresowanych stron nie zgłoszono żadnego istotnego elementu, który sugerowałby, że wyłączenie dotyczące działalności dodatkowej nie funkcjonuje odpowiednio. Co więcej, na podstawie tych informacji zwrotnych wydaje się, że zmiana zakresu i funkcjonowania wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej może mieć znaczące i daleko idące konsekwencje, potencjalnie wpływając na konkurencyjność przedsiębiorstw z UE na rynkach towarowych instrumentów pochodnych. Z odpowiedzi udzielonych przez zainteresowane strony nie wynika, że na tym etapie zmiany wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej są pilnie potrzebne. W tym względzie Komisja zauważa, że kluczowe przepisy dotyczące postępowania na rynku, w szczególności odnoszące się do nadużyć na rynku i limitów pozycji, mają już zastosowanie niezależnie od tego, czy podmioty zawierające transakcje mają status firmy inwestycyjnej czy też nie.

Gdyby przegląd wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej rozważano na późniejszym etapie, co mogłoby doprowadzić do sytuacji, w której więcej podmiotów podlegałoby obowiązkowi uzyskania zezwolenia i nadzorowi jako firmy inwestycyjne, właściwszy byłby odpowiednio dostosowany system ostrożnościowy współmierny do profilu ryzyka firm działających na rynkach towarowych instrumentów pochodnych. Niezależnie od powyższego Komisja jest skłonna uznać, zgodnie z sugestią niektórych zainteresowanych stron, że wszystkie podmioty działające na rynkach towarowych instrumentów pochodnych powinny jednorazowo zgłaszać właściwym organom krajowym rozpoczęcie i zakończenie działalności na tych rynkach, aby tożsamość uczestników rynku była bardziej widoczna dla organów nadzoru. Dotyczy to też przedsiębiorstw prowadzących działalność w zakresie obrotu uprawnieniami do emisji lub instrumentami pochodnymi bazującymi na tych uprawnieniach.

4. LIMITY POZYCJI, MECHANIZMY KONTROLI ZARZĄDZANIA POZYCJAMI I SPRAWOZDANIA DOTYCZĄCE POZYCJI

Rola i funkcjonowanie limitów pozycji i mechanizmów kontroli zarządzania pozycjami

Limity pozycji są podstawową cechą przepisów regulujących obrót towarowymi instrumentami pochodnymi w UE. Ograniczają one wielkość pozycji netto, które dana osoba może posiadać każdorazowo w określonych towarowych kontraktach pochodnych, co ma podwójny cel, a mianowicie: (i) zapewnienie prawidłowego obrotu i rozrachunku oraz (ii) zapobieganie manipulacjom na rynku.

Limity pozycji ustalają właściwe organy krajowe zgodnie z zasadami określonymi w rozporządzeniu delegowanym (UE) 2022/1302 i po uzyskaniu opinii ESMA. Limity pozycji mają zastosowanie do giełdowych instrumentów pochodnych i ekonomicznie równoważnych kontraktów będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. Nie mają one zastosowania do uprawnień do emisji i instrumentów pochodnych bazujących na tych uprawnieniach. Nie mają one zastosowania do kontraktów wyłączonych na podstawie sekcji C6 MiFID II (*C6 carve-out*), ponieważ instrumenty takie nie wchodzą w zakres przepisów finansowych.

Pierwotny system limitów pozycji ustanowiony na podstawie MiFID II okazał się zbyt restrykcyjny. W związku z tym w 2021 r. pakiet na rzecz odbudowy rynków kapitałowych znacznie złagodził ten system, aby wspierać rozwój i pogłębianie rynków towarowych

instrumentów pochodnych. W szczególności pakiet na rzecz odbudowy rynków kapitałowych:

- ograniczył zakres kontraktów podlegających limitom pozycji wyłącznie do instrumentów pochodnych opartych na towarach rolnych oraz do istotnych lub kluczowych instrumentów pochodnych opartych na towarach nierolnych. Kontrakty uznaje się za istotne lub kluczowe, jeżeli wielkość ich otwartych pozycji wynosi średnio co najmniej 300 000 lotów w okresie jednego roku;

- rozszerzył wyłączenie dotyczące zabezpieczenia na pozycje zajmowane przez podmioty finansowe, które są częścią grupy o zasadniczo handlowym (tj. niefinansowym) charakterze oraz

- rozszerzył wyłączenie na pozycje wynikające z transakcji zawartych w celu wypełnienia obowiązków zapewnienia płynności w systemie obrotu.

Do chwili obecnej trzy kontrakty na instrumenty pochodne na towary nierolne podlegają limitowi pozycji: kontrakt na instrument pochodny TTF będący przedmiotem obrotu na giełdzie ICE Endex i na europejskiej giełdzie energii (EEX), kontrakt na instrument pochodny będący przedmiotem obrotu na giełdzie EEX i na giełdzie ICE Endex oraz kontrakt German Power Base będący przedmiotem obrotu na giełdzie EEX.

Osoby, które posiadają kwalifikujące się pozycje i chcą skorzystać z jednego z wyżej wymienionych wyłączeń, muszą złożyć do właściwego organu krajowego formalny wniosek określający limit pozycji dla odpowiedniego towarowego kontraktu na instrument pochodny.

Ocenę, czy system limitów pozycji funkcjonuje właściwe, należy przeprowadzić w kontekście faktu, że w innych jurysdykcjach systemy obrotu odgrywają ogólnie większą rolę w odpowiednim dostosowywaniu, stosowaniu i monitorowaniu limitów pozycji. Na przykład w Stanach Zjednoczonych, w przypadku kontraktów niepodlegających federalnym limitom pozycji określonym przez Commodity Futures Trading Commission (CFTC), systemy obrotu mogą swobodnie ustalać limity pozycji według własnego uznania. Na podobnej zasadzie systemy obrotu odgrywają większą rolę w przyznawaniu uczestnikom rynku zabezpieczeń i innych wyłączeń, przy zastosowaniu warunków określonych w zarządzeniu CFTC.

Uzupełnieniem limitów pozycji są mechanizmy kontroli zarządzania pozycjami, które wymagają, aby systemy obrotu posiadały rozwiązania służące monitorowaniu otwartych pozycji uczestników rynku i zapewniały uporządkowany obrót w swoim systemie. Wymóg ustanowienia mechanizmów kontroli zarządzania pozycjami ma szerszy zakres i ma zastosowanie do wszystkich pozycji w towarowych instrumentach pochodnych, niezależnie od tego, czy kontrakt podlega limitowi pozycji. Wymóg ten obejmuje wszystkie rodzaje pozycji, w tym pozycje otwierane w celach zabezpieczających. Celem mechanizmów kontroli zarządzania pozycjami jest umożliwienie systemom obrotu zidentyfikowania narastania dużych, skoncentrowanych pozycji, które mogłoby prowadzić do zakłóceń cen, manipulacji na rynku lub innych nieuczciwych praktyk handlowych. Zgodnie z art. 57 ust. 8 MiFID II mechanizmy kontroli powinny obejmować co najmniej uprawnienia do:

- monitorowania otwartych pozycji;

- uzyskiwania wyczerpujących informacji na temat zawieranych pozycji, w tym m.in. na temat wielkości i celu akumulacji pozycji;

- zamykania lub zmniejszania pozycji;

- zobowiązania posiadacza pozycji do przywrócenia płynności na rynku w określonych sytuacjach.

Ponadto w odniesieniu do kontraktów, które można rozliczać fizycznie, rozporządzeniem delegowanym Komisji 2022/1299 uzupełniającym MiFID II([18]) wprowadzono obowiązek ustalania poziomów odpowiedzialności, którego celem jest zainicjowanie dialogu z posiadaczem pozycji w przypadku przekroczenia niektórych progów jakościowych lub ilościowych. Systemy obrotu powinny przekazywać właściwym organom krajowym wszystkie szczegółowe informacje dotyczące swoich mechanizmów kontroli zarządzania pozycjami, w tym liczbę przypadków, w których osiągnięto poziomy odpowiedzialności.

Co nie mniej ważne, sprawozdawczość dotycząca pozycji obejmuje, zgodnie z art. 58 ust. 3 MiFID II, spoczywający na uczestnikach rynku obowiązek przekazywania systemom obrotu informacji o ich pozycjach. Jednym z celów tego wymogu jest zapewnienie systemom obrotu informacji niezbędnych do wykonywania mandatu w zakresie zarządzania pozycjami. Uczestnicy rynku są zatem zobowiązani do przekazywania systemom obrotu, w których zawierają transakcje, szczegółowych informacji na temat swoich pozycji utrzymywanych w kontraktach będących przedmiotem obrotu w danym systemie. Informacje przekazywane systemom obrotu nie obejmują jednak pozycji w identycznych kontraktach będących przedmiotem obrotu w innych systemach ani pozycji w kontraktach będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które dotyczą tego samego instrumentu bazowego. Należy zauważyć, że Urząd Nadzoru Finansowego Zjednoczonego Królestwa (Financial Conduct Authority – FCA) analizował niedawno możliwość rozszerzenia zakresu kontraktów, które uczestnicy rynku mają zgłaszać systemom obrotu, ale stwierdził, że środek taki byłby dla uczestników rynku nadmiernie uciążliwy. Jako rozwiązanie alternatywne FCA zdecydował, że systemy obrotu uzyskają – w ramach swoich uprawnień w zakresie kontroli zarządzania pozycjami – uprawnienie do zwracania się o informacje na temat pozycji w szerszym zbiorze kontraktów będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, w przypadku gdy pozycje takie stwarzają ryzyko dla uczciwego i prawidłowego obrotu na ich rynkach([19]).

Informacje zwrotne od zainteresowanych stron i ocena

Ukierunkowane konsultacje przeprowadzone przez Komisję miały na celu uzyskanie od zainteresowanych stron informacji zwrotnych na temat kwestii poruszonych w obszernym zestawie pytań dotyczących limitów pozycji, kontroli zarządzania pozycjami i sprawozdawczości.

- *Limity pozycji*

Zdecydowana większość respondentów, w tym organy regulacyjne i organy publiczne, uznała, że obecny system limitów pozycji funkcjonuje właściwie i osiągnął zakładane cele,

([18]) Rozporządzenie delegowane – 2022/1299 – PL – EUR-Lex.

([19]) Powodem tych konsultacji były w szczególności m.in. wydarzenia, które miały miejsce na Londyńskiej Giełdzie Metali w marcu 2022 r., związane z akumulacją dużych pozycji na rynku pozagiełdowym, które nie były widoczne dla operatorów systemów obrotu, co utrudniało im wykonywanie mandatu w zakresie zarządzania pozycjami.

a mianowicie przyczynił się do zapobiegania nadużyciom na rynku i zapewnienia prawidłowego obrotu. Zainteresowane strony podkreśliły fakt, że reformy zawarte w pakcie na rzecz odbudowy rynków kapitałowych pozwoliły na złagodzenie zaobserwowanych wcześniej negatywnych skutków dla głębokości i płynności rynku oraz sprawiły, że środek ten stał się bardziej ukierunkowany, proporcjonalny i skuteczny. Ogólnie rzecz biorąc, w obecnych warunkach zainteresowane strony były zdania, że aktualnie istniejący system limitów pozycji nie ma negatywnego wpływu na płynność rynku ani na zdolność jego uczestników do samodzielnego zabezpieczania się, dzięki dobrze funkcjonującemu wyłączeniu dotyczącemu zabezpieczenia. W szczególności kilku respondentów wskazało, że wyłączenie dotyczące zabezpieczenia, które w wyniku pakietu na rzecz odbudowy rynków kapitałowych jest lepiej dostosowane, okazało się szczególnie przydatne podczas kryzysu energetycznego i umożliwiało skuteczne zabezpieczanie.

Z ustaleń faktycznych dokonanych przez Komisję na podstawie posiadanych przez właściwe organy krajowe dziennych danych dotyczących pozycji w instrumentach pochodnych TTF wynika, że mimo iż pozycje niektórych uczestników rynku niekiedy zbliżały się do limitów, pozycje te systematycznie malały, zanim mogłyby przekroczyć te limity. Zdaniem Komisji świadczy to o tym, że limity pozycji funkcjonują prawidłowo i są ustalane na odpowiednich poziomach.

Komisja zauważa również, że limity pozycji mogą pomóc uniknąć nadmiernej koncentracji na rynku. W tym względzie Komisja zauważa, że koncentracja pozycji na rynku instrumentów pochodnych TTF stale się zmniejszała: udział 10 największych uczestników, którzy w lipcu 2022 r. odpowiadali za około 50 % wszystkich pozycji długich, na koniec 2024 r. zmalał do około 35 %.([20])

Większość respondentów, w tym większość organów publicznych, uznała, że nie ma potrzeby zmiany zakresu kontraktów objętych limitami pozycji ani rodzaju ujmowanych pozycji. Respondenci niemal jednogłośnie odrzucili również sugestię zawartą w raporcie Draghiego, aby rozróżniać limity pozycji w zależności od rodzaju podmiotów zawierających transakcje. Komisja uważa, że nie ma dostrzegalnej potrzeby dalszego różnicowania systemu limitów pozycji w zależności od rodzaju uczestnika rynku, biorąc pod uwagę istniejące wyłączenie dotyczące zabezpieczenia przewidziane w MiFID II, które już umożliwia przedsiębiorstwom niefinansowym pewną elastyczność, oraz ryzyko niepotrzebnego skomplikowania ram, którego nie należy lekceważyć.

Niektóre zainteresowane strony z branży wskazały, że procedury ubiegania się o wyłączenia dotyczące zabezpieczenia lub zapewniania płynności oraz przyznawania takich wyłączeń są uciążliwe. 57 % respondentów zasugerowało, że zadania te można by przenieść do systemów obrotu. Pięć systemów obrotu i dwa stowarzyszenia giełd nie zgodziły się jednak z tą sugestią. Ponadto dwa organy regulacyjne wspomniały, że roli systemów obrotu nie należy rozszerzać o ustalanie samych limitów pozycji, w szczególności ze względu na sprzeczne interesy handlowe między systemami obrotu, w których ten sam kontrakt jest przedmiotem obrotu. Komisja dostrzega również wyzwania wynikające z tego ostatniego przypadku i w związku z tym uważa, że nie należy przewidywać żadnego przekazywania zadań związanych z ustalaniem limitów pozycji. Niemniej jednak wydaje się, że proces przyznawania wyłączeń dotyczących zabezpieczenia lub zapewnienia płynności mógłby zostać usprawniony przez przekazanie systemom obrotu niektórych zadań, takich jak rozpatrywanie wniosków i zatwierdzanie

([20]) Źródło: Dane EEX i ICE z lata 2022 r. i z lata 2024 r.

wniosków o wyłączenia, w szczególności w przypadkach, w których nie jest wymagana żadna swoboda uznania lub swoboda taka jest niewielka.

Jednocześnie dwóch respondentów poruszyło kwestie dotyczące stosowania unijnego systemu limitów pozycji do pozycji otwieranych w systemach obrotu państw trzecich oraz związanego z tym potencjalnego ryzyka obchodzenia przepisów. Obecny system limitów pozycji określony w MiFID może wiązać się z brakiem pewności prawa w odniesieniu do pozycji zajmowanych przez unijne firmy inwestycyjne i ich klientów w systemach państw trzecich oferujących obrót ekonomicznie równoważnymi kontraktami na towarowe instrumenty pochodne, a także w odniesieniu do zakresu, w jakim pozycje takie powinno się zgłaszać i zaliczać na poczet limitów pozycji – w przypadku gdy dane kontrakty podlegają limitom pozycji w UE. Mogłoby to przyczynić się do powstania nierównych warunków działania między systemami obrotu w UE i państwach trzecich oraz stworzyć potencjalne zachęty do obrotu ekonomicznie równoważnymi instrumentami pochodnymi w systemach obrotu w państwach trzecich, a nie w systemach obrotu w UE.

- *Sprawozdania dotyczące pozycji i mechanizmy kontroli zarządzania pozycjami*

Jeżeli chodzi o zgłaszanie pozycji, wszyscy respondenci z wyjątkiem jednego wyrazili obawy dotyczące ewentualnych obowiązków uczestników rynku w zakresie systematycznego zgłaszania systemom obrotu pozycji będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym w celu wsparcia systemów obrotu w wykonywaniu ich mandatu w zakresie kontroli zarządzania pozycjami. Respondenci wskazują na potencjalne znaczne obciążenie i ryzyko, że może to prowadzić do niewłaściwego udostępniania szczególnie chronionych informacji handlowych. Zainteresowane strony zalecają raczej bardziej efektywne wykorzystywanie istniejących danych zawartych w sprawozdaniach. Około 10 % respondentów (w szczególności trzy organy publiczne) zasugerowało, że sprawozdawczość dotycząca pozycji w ekonomicznie równoważnych kontraktach będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym powinna zostać rozszerzona na wszystkich uczestników rynku, a zatem powinna mieć zastosowanie do firm nieinwestycyjnych, w szczególności w celu zapewnienia odpowiedniego egzekwowania limitów pozycji.

Niemniej jednak kilka z zainteresowanych stron sprzeciwiających się systematycznemu zgłaszaniu systemom obrotu pozycji będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym uznało, że systemy obrotu powinny mieć możliwość żądania dodatkowych informacji na temat pozycji w szerszym zakresie kontraktów będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, w przypadkach, gdy pozycje w takich kontraktach mogą wpływać na cenę kontraktów będących przedmiotem obrotu w tym samym systemie, i tylko w szczególnych okolicznościach, takich jak okresy napięć rynkowych lub zwiększonego ryzyka (w przeciwieństwie do systematycznego zgłaszania). Komisja jest zdania, że mogłoby to zwiększyć zdolność systemów obrotu do przeprowadzania kontroli zarządzania pozycjami oraz pomóc w monitorowaniu prawidłowego obrotu, a co za tym idzie w ochronie rynków przed ryzykiem dla stabilności finansowej, a jednocześnie ograniczyłoby koszty wdrażania w porównaniu z systematycznym zgłaszaniem systemom obrotu pozycji będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym.

Około 85 % respondentów uznało, że organy nadzoru finansowego i organy nadzoru rynku energii powinny mieć kompleksowy dostęp do swoich odpowiednich zbiorów danych (np. krajowe organy regulacyjne powinny mieć dostęp do danych MiFID/MiFIR, natomiast właściwe organy krajowe powinny mieć dostęp do danych dotyczących produktów wyłączonych na podstawie sekcji C6 MiFID II i danych dotyczących rynków kasowych).

Komisja uważa, że można by to osiągnąć dzięki ułatwieniu współpracy i wymiany danych (zob. sekcja dotycząca danych).

Należy też dodać, że opinie zainteresowanych stron na temat potencjalnego rozszerzenia sprawozdawczości o informacje dotyczące beneficjentów końcowych pozycji posiadanych przez uczestników rynku spoza UE były podzielone. Chociaż respondenci (zwłaszcza mający siedzibę w UE) ogólnie zgodzili się co do wartości dodanej takich informacji, trzech z nich wskazało na dodatkowe obciążenia i potencjalne wyzwania związane z zapewnianiem przestrzegania przepisów przez uczestników rynku spoza UE. Organy regulacyjne zdecydowanie opowiedziały się za zlikwidowaniem tej luki sprawozdawczej, w tym w odniesieniu do danych dotyczących transakcji. Dwa organy regulacji rynku finansowego i jeden organ regulacji rynku energii podkreśliły, że obecny system utrudnia właściwy nadzór i prowadzi do potencjalnych słabości systemowych. Należy zauważyć, że w obecnych zbiorach przepisów dotyczących kluczowych systemów obrotu towarowymi instrumentami pochodnymi (w szczególności energetycznymi instrumentami pochodnymi) już wymaga się przekazywania takich informacji, w szczególności w celu spełnienia wymogów sprawozdawczych wynikających z REMIT.

Wnioski z oceny Komisji

Ogólnie rzecz biorąc, Komisja uważa że obecny system limitów pozycji funkcjonuje prawidłowo. Nie ma żadnych mocnych dowodów wskazujących na potrzebę jego zaostrzenia lub rozluźnienia. Komisja szacuje również, że zmiany wprowadzone pakietem na rzecz odbudowy rynków kapitałowych przyczyniły się do dalszego pogłębienia rynków towarowych instrumentów pochodnych, w szczególności w segmencie energetycznych instrumentów pochodnych.

Komisja dostrzega zasadność dalszej analizy warunków, na jakich systemom obrotu można by powierzyć większą, choć precyzyjnie określoną rolę w przyznawaniu wyłączeń dotyczących zabezpieczenia i zapewnienia płynności, a także ewentualnie wyłączeń *ad hoc*, dzięki czemu środek ten mógłby stać się bardziej elastyczny i pozwalałaby skuteczniej reagować na tendencje rynkowe, a zarazem uniknięto by znacznego przeniesienia uprawnień z organów regulacyjnych. Konieczne byłoby wprowadzenie szczególnych zabezpieczeń, takich jak systematyczne (ale ukierunkowane) składanie sprawozdań właściwym organom krajowym i regularne przeglądy przeprowadzane przez te organy, aby uniknąć jakichkolwiek konfliktów interesów i umożliwić organom nadzoru uzyskanie skonsolidowanego obrazu istniejących wyłączeń. Komisja nie uważa jednak za właściwe przeniesienia uprawnień do ustalania limitów pozycji na systemy obrotu.

Jeżeli chodzi o stosowanie limitów pozycji w odniesieniu do pozycji otwartych w systemach obrotu poza UE, Komisja zaproponowała – w ramach pakietu dotyczącego integracji rynków oraz nadzoru – sprecyzowanie, że pozycje posiadane przez unijne firmy inwestycyjne i ich klientów w ekonomicznie równoważnych kontraktach będących przedmiotem obrotu poza unijnym systemem obrotu powinny być uwzględniane w ocenie zgodności z systemem limitów pozycji na podstawie MiFID. Zapewniłoby to takie samo traktowanie pozycji w kontraktach będących przedmiotem obrotu w systemach obrotu w UE, w systemach obrotu poza UE oraz poza rynkiem regulowanym. Sprecyzowanie to jest zgodne z celami polityki strategicznej autonomii i konkurencyjności UE podkreślonymi w raporcie Draghiego, gdyż tworzy równe warunki działania we wszystkich systemach obrotu, eliminuje zachęty do obrotu poza UE i zapobiega ewentualnemu obchodzeniu przepisów UE. Gwarantuje też uczestnikom rynku pewność prawa i zmniejsza koszty związane z brakiem tej pewności.

Aby wesprzeć systemy obrotu w wypełnianiu ich mandatu w zakresie zarządzania pozycjami oraz zapewnić uczciwe i prawidłowo funkcjonujące rynki, Komisja mogłaby dokładniej zbadać warunki, na jakich systemom obrotu można by powierzyć rozszerzone uprawnienia w zakresie kontroli zarządzania pozycjami; te rozszerzone uprawnienia obejmowałyby możliwość żądania, na zasadzie *ad hoc* i w określonych okolicznościach, informacji na temat pozycji posiadanych przez ich uczestników rynku w szerszym zbiorze kontraktów będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym i związanych z towarowymi instrumentami pochodnymi, które oferują do obrotu, oraz na temat aktywów i zobowiązań powiązanych z towarem bazowym. Uprawnienie to powinno obejmować wszystkie kontrakty będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które mogą mieć wpływ na warunki ustalania cen lub rozliczania danego kontraktu będącego przedmiotem obrotu w systemie obrotu w UE. To proponowane rozwiązanie pozwoliłoby także na lepsze dostosowanie przepisów UE do wniosków wyciągniętych przez IOSCO w niedawnym sprawozdaniu w sprawie regulacji rynków towarowych instrumentów pochodnych i nadzoru nad nimi([21]), w którym organizacja ta zaleciła podjęcie dalszych prac w celu poprawy zdolności giełd do uzyskiwania informacji na temat pozycji uczestników rynku w powiązanych towarowych instrumentach pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym oraz na rynkach fizycznych towarów bazowych. Komisja uważa jednak, że jakikolwiek wymóg, aby uczestnicy rynku systematycznie zgłaszali systemom obrotu swoje pozycje na rynku towarów bazowych i w szerokim zestawie kontraktów będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, nie byłby proporcjonalny ze względu na obciążenie, jakie taki środek mógłby stanowić. Z tego samego powodu zgłaszanie organom nadzoru wszystkich pozycji na rynkach towarów bazowych lub w kontraktach będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, wykraczające poza zgłaszanie przez firmy inwestycyjne pozycji w ekonomicznie równoważnych kontraktach będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, nie wydaje się właściwe. Aby jednak zapewnić równe warunki działania różnym rodzajom uczestników rynku, Komisja może rozważyć, czy sprawozdawczość w zakresie pozycji w ekonomicznie równoważnych kontraktach będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym mogłaby zostać rozszerzona na wszystkich uczestników rynku([22]), by zapewnić odpowiednie egzekwowanie limitów pozycji.

Komisja może rozważyć też, w jakim stopniu ewentualny dodatkowy wymóg przekazywania przez uczestników rynku z państw trzecich informacji na temat beneficjentów końcowych mógłby być odpowiedni do wypełnienia luki w obecnej sprawozdawczości dotyczącej pozycji.

5. WNIOSKI

Odpowiedzi zainteresowanych stron, a także późniejsza ocena Komisji oparta na analizie tendencji rynkowych nie wskazały na pilną potrzebę wprowadzenia istotnych zmian w poddanych przeglądowi elementach ram dotyczących towarowych instrumentów pochodnych, aczkolwiek w przyszłości można by rozważyć pewne ukierunkowane zmiany.

([21]) https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD781.pdf.

([22]) To znaczy na podmioty poza kręgiem firm inwestycyjnych i firm nieinwestycyjnych dokonujących transakcji za pośrednictwem firmy inwestycyjnej.