EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 26.5.2026.
COM(2026) 251 final

IZVJEŠĆE KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU I VIJEĆU

o Komisijinoj ocjeni tržišta za robne izvedenice, emisijske jedinice i izvedenice emisijskih jedinica, u skladu s člankom 90. stavkom 5. Direktive o tržištu financijskih instrumenata (MiFID II) (Direktiva (EU) 2014/65), kako je izmijenena u veljači 2024.

POPIS KRATICA 2

1. UVOD 3

2. PODATKOVNI ASPEKTI POVEZANI S ROBNIM IZVEDENICAMA 4

3. IZUZEĆE ZA POMOĆNE AKTIVNOSTI 8

4. OGRANIČENJA POZICIJA, KONTROLA NAD UPRAVLJANJEM POZICIJAMA I IZVJEŠĆIVANJE O POZICIJAMA 12

5. ZAKLJUČCI 18

POPIS KRATICA

AAE: izuzeće za pomoćne aktivnosti

ACER: Agencija za suradnju energetskih regulatora

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

CFTC: Komisija za trgovanje robnim budućnosnicama

CMRP: paket za oporavak tržišta kapitala (Direktiva (EU) 2021/338)

EEOTC: ekonomski jednakovrijedan ugovor o izvedenicama kojima se trguje izvan uređenog tržišta (OTC)

EMIR: Uredba o infrastrukturi europskog tržišta (Uredba (EU) br. 648/2012)

ESMA: Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala

EU: Europska unija

EUA: emisijska jedinica Europske unije u okviru EU sustava trgovanja emisijama

ETS: EU sustav trgovanja emisijama

IFD: Direktiva o bonitetnom nadzoru nad investicijskim društvima (Direktiva (EU) 2019/2034)

IFR: Uredba o bonitetnim zahtjevima za investicijska društva (Uredba (EU) 2019/2033)

MiFID II: Direktiva o tržištu financijskih instrumenata (Direktiva 2014/65/EU)

MiFIR: Uredba o tržištima financijskih instrumenata (Uredba (EU) br. 600/2014)

NCA: nacionalno nadležno tijelo

NRA: nacionalno regulatorno tijelo

OTC: kojima se trguje izvan uređenog tržišta

PMC: kontrola nad upravljanjem pozicijama

REMIT: Uredba o cjelovitosti i transparentnosti veleprodajnog tržišta energije (Uredba (EU) br. 1227/2011)

UFEU: Ugovor o funkcioniranju Europske unije

TTF: virtualna točka trgovanja (engl. *Title Transfer Facility*)

TV: mjesto trgovanja

1. UVOD

Robne izvedenice ključni su instrumenti za sudionike na tržištu za zaštitu od rizika kojima su izloženi na tržištima temeljne robe (npr. energije, poljoprivredne robe, metala). Na tim tržištima robe uglavnom sudjeluju nefinancijski subjekti. Ti subjekti uglavnom uključuju proizvođače fizičke robe, komunalna poduzeća, velika energetski intenzivna nefinancijska društva i trgovce fizičkom robom koji izravno ovise o tržištima robnih izvedenica kako bi ublažili rizike koji su sastavni dio njihovih komercijalnih aktivnosti.

Pravilno funkcioniranje tržištâ robnih izvedenica ima važnu ulogu u stabilnosti i prosperitetu gospodarstva EU-a, a kad je riječ o tržištima energetskih izvedenica, i u cjenovnoj pristupačnosti energije u EU-u te učinkovitom funkcioniranju tržišta. Stoga se u Komisijinu Planu za čistu industriju ([1]) i Akcijskom planu za priuštivu energiju ([2]), donesenima u veljači 2025., ističe uloga učinkovitih tržišta, uključujući tržišta izvedenica ([3]). Osim toga, sustav robnih izvedenica ključna je komponenta europskih financijskih tržišta te sudionicima na tržištu omogućuje da upravljaju rizicima i ulažu u niz robnih izvedenica, uključujući emisijske jedinice i izvedenice emisijskih jedinica. Na tržišta za robne izvedenice u EU-u stoga se primjenjuje opsežan skup pravila koja uzimaju u obzir specifičnu prirodu tih instrumenata i njihovu relevantnost za gospodarstvo EU-a.

Europska komisija podnosi ovo izvješće Europskom parlamentu i Vijeću u skladu s člankom 90. stavkom 5. Direktive o tržištu financijskih instrumenata (MiFID II) (Direktiva 2014/65/EU). Pri izradi ovog izvješća, u skladu s člankom 90. stavkom 5. MiFID-a II, Komisija je zatražila Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA), Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (EBA) i Agenciju za suradnju energetskih regulatora (ACER) da daju svoj doprinos. Zatraženi doprinos dostavili su ESMA i ACER. EBA je obavijestila Komisiju da bi njezin doprinos o tržištima robe iziskivao temeljitiju analizu te stoga nije bio uključen u njihov odgovor na Komisijin poziv na savjetovanje za potrebe izvješća o bonitetnim zahtjevima primjenjivima na investicijska društva ([4]). Stoga u ovo izvješće nije uvršten doprinos EBA-e.

Europska komisija savjetovala se i sa sudionicima na tržištu u okviru ciljanog savjetovanja koje je trajalo osam tjedana, od veljače do travnja 2025. ([5]) Sveukupno su zaprimljena 94 odgovora, od kojih 67 od industrije (uključujući 12 burzi i njihova udruženja) i 12 od javnih tijela i tržišnih regulatornih tijela. Pri izradi ovog izvješća Komisija je pomno razmotrila te odgovore i preispitala relevantne podatke i kretanja na tržištu kako bi nadopunila svoju ocjenu.

U skladu sa zahtjevom utvrđenim u članku 90. stavku 5. MiFID-a II u izvješću se, za svaki od navedenih elemenata, ocjenjuje njegov doprinos likvidnosti i pravilnom funkcioniranju europskih tržišta za robne izvedenice, emisijske jedinice i izvedenice emisijskih jedinica:

([1]) https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52025DC0085.
([2]) https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?qid=1741780110418&uri=CELEX%3A52025DC0079.
([3]) Plan za čistu industriju i Akcijski plan za priuštivu energiju upućuju na radnu skupinu za tržište plina koju je oformila Komisija, a koja je, među ostalim, provjeravala funkcioniranje tržišta izvedenica za trgovanje plinom.
([4]) CfA_IFR and IFD review - final.pdf.
([5]) Ciljano savjetovanje o preispitivanju funkcioniranja tržišta robnih izvedenica i određenih aspekata povezanih s promptnim energetskim tržištima 2025. – Financije.

(a) sustavi za ograničenja pozicija i kontrolu nad upravljanjem pozicijama na temelju podataka koje nadležna tijela dostavljaju ESMA-i u skladu s člankom 57. stavcima 5. i 10. MiFID-a II;

(b) elementi navedeni u članku 2. stavku 4. drugom i trećem podstavku MiFID-a i kriteriji za utvrđivanje kad se aktivnost treba smatrati pomoćnom uz redovnu djelatnost na razini grupe u skladu s Delegiranom uredbom Komisije (EU) 2021/1833 ([2]), pri čemu se uzimaju u obzir (i) mogućnost sklapanja transakcija za učinkovito smanjivanje rizika izravno povezanih s komercijalnom aktivnošću ili aktivnošću financiranja poslovanja, (ii) primjena zahtjeva od 26. lipnja 2026. za investicijska društva specijalizirana za robne izvedenice ili emisijske jedinice ili njihove izvedenice kako je utvrđeno u Uredbi (EU) 2019/2033 i (iii) zahtjevi za financijsku drugu ugovornu stranu kako je utvrđeno u Uredbi (EU) br. 648/2012;

(c) ključni elementi za dobivanje usklađenog skupa podataka za transakcije na tržištu robnih izvedenica od strane jedinstvenog subjekta za prikupljanje te relevantne informacije o transakcijskim podacima koje treba objaviti i najprikladniji format tih podataka.

Nadalje, u Draghijevu izvješću objavljenom u rujnu 2024. navedeni su određeni prijedlozi za promjene regulatornog okvira za upravljanje tržištima robnih izvedenica.

2. PODATKOVNI ASPEKTI POVEZANI S ROBNIM IZVEDENICAMA

Kontekst

Na trgovanje robnim izvedenicama primjenjuju se zahtjevi za transparentnost i izvješćivanje na temelju MiFID-a II, MiFIR-a i EMIR-a. Prema tim pravilima ne postoji razlika na osnovi temeljne robe. Nadalje, na energetske robne izvedenice primjenjuju se i zahtjevi za izvješćivanje (iako su predviđene odredbe za izbjegavanje dvostrukog izvješćivanja) u skladu s Uredbom (EU) br. 1227/2011 (REMIT).

Iako izvješćivanje trgovinskim repozitorijima u skladu s EMIR-om obuhvaća sve transakcije robnim izvedenicama koje uključuju barem jednu drugu ugovornu stranu iz EU-a, zahtjevi za izvješćivanje iz MiFID-a II / MiFIR-a razlikuju se ovisno o vrsti podataka, subjektu koji prima podatke o kojima se izvješćuje i o tome trguje li se na mjestu trgovanja. MiFIR sadržava i pojedinosti o uvjetima pod kojima se trebaju objavljivati određeni podaci iz financijskih instrumenata koji se odnose na podatke prije trgovanja (nalog) i one povezane s transakcijama. MiFID-om II predviđa se da mjesta trgovanja nacionalnim nadležnim tijelima svakodnevno dostavljaju informacije o pozicijama koje se odnose na sudionike na tržištu aktivne na njihovu mjestu trgovanja ([6]). Sudionici na tržištu dužni su pak svakodnevno izvješćivati mjesta trgovanja o svojim pozicijama u ugovorima o izvedenicama kojima se trguje na tom mjestu ([7]). Naposljetku, investicijska društva

([6]) Članak 58. stavak 1. MiFID-a II.
([7]) Članak 58. stavak 3. MiFID-a II.

trebala bi svakodnevno izvješćivati relevantno nacionalno nadležno tijelo ([8]) o pozicijama u ekonomski jednakovrijednim OTC ugovorima ([9]).

Uredbom REMIT, kako je izmijenjena Uredbom (EU) 2024/1106 (REMIT II) i Provedbenom uredbom REMIT-a (EU) br. 1348/2014 (REMIT IR), uvedeni su detaljni zahtjevi za izvješćivanje o transakcijama i nalozima za trgovanje povezanima s veleprodajnim energetskim proizvodima ([10]).

Uredbom REMIT II, koja se počela primjenjivati u svibnju 2024., utvrđena je obveza uspostave mehanizama za razmjenu podataka između različitih regulatornih tijela, uključujući ACER, ESMA-u, Eurofisc, Europsku komisiju, nacionalna regulatorna tijela, nacionalna nadležna tijela i druga relevantna tijela u EU-u. Osim toga, budući da REMIT obuhvaća energetske izvedenice kao veleprodajne energetske proizvode, posebnim odredbama u okviru REMIT-a II sprečava se dvostruko izvješćivanje i u okviru financijskih pravila i u okviru REMIT-a II. REMIT-om II stoga se predviđa da osobe koje su prijavile transakcije u skladu s MiFIR-om ili EMIR-om ne bi trebale imati obveze dvostrukog izvješćivanja koje se odnose na te transakcije ([11]).

Zbog postojećeg regulatornog okvira postoje višestruki kanali za izvješćivanje, pri čemu je pristup podacima ograničen na određena regulatorna tijela. Na primjer, ACER i nacionalna regulatorna tijela primaju podatke o veleprodajnim energetskim proizvodima (uz određene financijske podatke putem pristupa podacima trgovinskih repozitorija na temelju EMIR-a za veleprodajne energetske proizvode koji se smatraju i financijskim instrumentima), a ESMA i nacionalna nadležna tijela primaju financijske podatke. Zbog tog razdvajanja podaci dostupni energetskim nadzornim tijelima nisu uvijek dostupni financijskim regulatornim tijelima i obrnuto, što može ometati međutržišni nadzor. Na primjer, ESMA i nacionalna nadležna tijela nemaju sustavan pristup podacima o proizvodima „obuhvaćenima izuzećem iz odjeljka C točke 6.” i proizvodima na promptnom tržištu o kojima se izvješćuje ACER-u. Osim toga, različiti standardi izvješćivanja između MiFIR-a/EMIR-a i REMIT-a II otežavaju izvješćivanje i analizu podataka, čak i za povezane proizvode.

Savjetovanje s dionicima odnosilo se na više podatkovnih aspekata. Istraživalo se ima li ESMA dostatan pristup podacima o transakcijama preko nacionalnih nadležnih tijela. Razmatrala su se i područja u kojima bi se razmjena informacija i pristup relevantnim informacijama mogli unaprijediti ili pojednostavniti te bi li se izvješćivanje moglo bolje uskladiti u financijskim i energetskim pravilima. Moguća opcija o kojoj se raspravljalo u okviru savjetovanja bila je uspostava centraliziranog mehanizma za prikupljanje podataka za promptne ugovore i ugovore o izvedenicama. U okviru savjetovanja nastojalo se dodatno pojasniti bi li, u kontekstu centraliziranog mehanizma za prikupljanje podataka, relevantne podatke trebali dostavljati (i) trgovinski repozitoriji, (ii) registrirani mehanizmi izvješćivanja, (iii) treći subjekt koji bi i konsolidirao relevantne podatke dobivene od trgovinskih repozitorija i registriranih mehanizama izvješćivanja čime bi se osigurao jednak pristup svim regulatornim tijelima, kao što su ESMA, ACER, nacionalna

([8]) Nacionalnom nadležnom tijelu najlikvidnijeg tržišta za robnu izvedenicu kojoj je OTC ugovor jednakovrijedan.

([9]) Članak 58. stavak 2. MiFID-a II.

([10]) Članak 2. stavak 4. REMIT-a II.

([11]) U članku 6. stavku 5. Provedbene uredbe REMIT-a nadalje se navodi: „Ako su osobe izvijestile o pojedinostima transakcija u skladu s člankom 26. Uredbe (EU) br. 600/2014 ili člankom 9. Uredbe (EU) br. 648/2012, njihove se obveze povezane s izvješćivanjem o tim pojedinostima iz članka 8. stavka 1. Uredbe (EU) br. 1227/2011 smatraju ispunjenima.”

regulatorna tijela, nacionalna nadležna tijela i Komisija ili (iv) neki drugi subjekt. Naposljetku, savjetovanje je obuhvaćalo pitanja o tome bi li središnji mehanizam za prikupljanje podataka mogao služiti i kao jedinstvena kontaktna točka kojoj bi sudionici na tržištu koji su aktivni i na fizičkom/promptnom tržištu robe i na tržištu izvedenica dostavljali podatke, čime bi se smanjio teret izvješćivanja za trgovce robom. Naposljetku, u savjetovanju se postavilo pitanje treba li razmotriti alternativni pristup za centralizirani mehanizam za prikupljanje, prema kojem bi nacionalna nadležna tijela imala sustavan pristup ACER-ovoj bazi podataka i obratno.

Naposljetku, u Draghijevu izvješću iz 2024. preporučuje se prikupljanje podataka o transakcijama i pozicijama povezanima s OTC energetskim izvedenicama. Komisija napominje da je u EMIR-u već predviđeno izvješćivanje o svim transakcijama izvedenicama, uključujući OTC transakcije, u kojima sudjeluje barem jedna druga ugovorna strana iz EU-a. S druge strane, kad je riječ o podacima o pozicijama, kako je navedeno u odjeljku 4. ovog izvješća, subjekti koji nisu investicijska društva trenutačno nisu obvezni izvješćivati regulatorna tijela EU-a o OTC pozicijama ([12]).

Povratne informacije dionika i procjena

Kad je riječ o usklađivanju izvješćivanja, više od polovine ispitanika složilo se da bi izvješćivanje, primjerice o transakcijama u skladu s REMIT-om II i MiFID-om II / MiFIR-om / EMIR-om, trebalo pojednostavniti te da bi trebalo ukinuti dvostruko izvješćivanje. Međutim, istaknuli su da svaki okvir za financijsko i energetsko izvješćivanje ima različitu svrhu i jedinstvene značajke te su upozorili da se ne donose hitne promjene odgovarajućih sustava izvješćivanja, među ostalim zbog troškova provedbe do kojih takve promjene mogu dovesti. Zbog troškova koji bi mogli nastati u tom procesu, sudionici su smatrali da bi prije početka bilo kakvog rada na usklađivanju trebalo provesti procjenu učinka i analizu troškova i koristi. Devet predstavnika industrije, od kojih su tri mjesta trgovanja i jedno udruženje burza koji su zagovarali usklađivanje, izričito se zalagalo za postupan pristup, počevši od unapređenja razmjene podataka među regulatornim tijelima, prije nego što se razmotri reforma postojećih zahtjeva za izvješćivanje. Nekoliko ispitanika iz nadzornih/regulatornih tijela predložilo je da bi trebalo pronaći zajednička podatkovna polja za izvješćivanje o energetskim i financijskim podacima, uključujući upotrebu zajedničkih jedinstvenih identifikacijskih oznaka, na temelju globalnih standarda.

Komisija priznaje da bi reforma standarda izvješćivanja vjerojatno donijela dugoročne koristi zbog pojednostavnjenog okvira, ali da to podrazumijeva promjene formata izvješćivanja s popratnim troškovima prilagodbe u kratkoročnom razdoblju. Nadalje, to bi moglo otežati izvješćivanje o drugim vrstama izvedenica u skladu s EMIR-om jer ono nije ograničeno na robne izvedenice.

Dionici su bili podijeljeni oko ideje o stvaranju centraliziranog mehanizma za prikupljanje podataka. Polovina ispitanika smatrala je da bi takav centralizirani mehanizam mogao olakšati izvješćivanje, pod uvjetom da se temelji na postojećoj infrastrukturi i da se njime ne uvode novi zahtjevi za podatke ili dodatne razine složenosti ili troškova. S druge strane, druga polovina strahovala je zbog troškova provedbe i ukazala na inherentno različite značajke tržištâ, što opravdava različite sustave izvješćivanja koji su trenutačno na snazi. Dva regulatorna tijela navela su da bi se centraliziranim pristupom izvješćivanju nacionalnim nadležnim tijelima, nacionalnim regulatornim tijelima, ESMA-i i ACER-u

([12]) Osim ako obavljaju transakcije preko investicijskog društva iz EU-a, a u tom slučaju investicijsko društvo izvješćuje u njihovo ime.

omogućio pristup istom sveobuhvatnom i konsolidiranom skupu podataka, čime bi im se pružio cjelovit pregled fizičkih tržišta i tržišta izvedenica i omogućio nadzor.

Alternativno, čak i među onima koji se zalažu za takav centralizirani mehanizam, izneseni su prijedlozi da se postojeće odredbe REMIT-a II, kojima se predviđaju opsežni mehanizmi suradnje i razmjene informacija među različitim regulatornim tijelima, iskoriste i prenesu u financijska pravila kako bi se poboljšao protok podataka između ACER-a i financijskih tijela (i obrnuto) kao troškovno učinkovitije rješenje. Takvim bi se pristupom izbjegli i *ad hoc* zahtjevi. Dionici su stoga bili otvoreniji za ideju unapređenja razmjene podataka među regulatornim tijelima nego za uvođenje potpuno novog mehanizma. Komisija se slaže da bi sustavnija i institucionalizirana razmjena podataka i uzajamni pristup podacima za financijska i energetska nadzorna tijela bili vrlo poželjni.

Pri razmatranju izmjena pravila o transparentnosti prije i poslije trgovanja (posebno za aktivnosti trgovanja na multilateralnim trgovinskim platformama (MTP-ovima) i organiziranim trgovinskim platformama (OTP-ovima)) 70 % ispitanika usprotivilo se bilo kakvoj izmjeni postojećih pravila, navodeći potencijalnu izloženost sudionika u pogledu njihovih strategija zaštite od rizika i jedinstvenu prirodu tržišta robe. Neki su ispitanici istaknuli da se prije revizije MiFIR-a ([13]) na robne izvedenice kojima se trguje na MTP-ovima i OTP-ovima primjenjivala obveza transparentnosti prije i poslije trgovanja upravo zbog toga što se njima trgovalo na tim mjestima trgovanja. U reviziji je zaključeno da se područje primjene transparentnosti izvedenica ne bi trebalo oslanjati na koncept „kojima se trguje na mjestu trgovanja” zbog nedostatka zamjenjivosti tih ugovora. Ispitanici su smatrali da bi se zahtjevi za transparentnost trebali primjenjivati samo na izvedenice koje su dovoljno standardizirane kako bi podaci objavljeni u vezi s njima bili smisleni za sudionike na tržištu. Komisija priznaje da je, u svakom slučaju, aktivnost trgovanja robnim izvedenicama trenutačno marginalna na OTP-ovima (0,3 % volumena trgovanja 2024.) ([14]), a ne postoji na MTP-ovima ([15]).

44 od 48 ispitanika koji su izrazili stajališta o toj temi usprotivilo se ideji da se podaci prije i/ili poslije trgovanja o robnim izvedenicama kojima se trguje na burzi uključe u konsolidirane podatke. Mnogi od njih napomenuli su da se, za razliku od OTC izvedenica, izvedenicama kojima se trguje na burzi trguje na uređenim tržištima, što znači da su određivanje cijena i volumeni trgovanja već javno dostupni te da je aktivnost trgovanja koncentrirana na vrlo malom broju uređenih tržišta (čime se ograničava dodana vrijednost konsolidiranih podataka za taj razred imovine). Samo su četiri sudionika iz energetskog sektora izrazila potporu ideji da se podaci prije i/ili poslije trgovanja o robnim izvedenicama kojima se trguje na burzi uključe u konsolidirane podatke.

Zaključci Komisijine ocjene

Komisija priznaje da je postojeći okvir za izvješćivanje o robnim izvedenicama složen. To se posebno odnosi na energetske robne izvedenice jer se i na temeljno promptno tržište i energetske izvedenice primjenjuju posebne obveze izvješćivanja u skladu s REMIT-om II, dok se o potonjima izvješćuje i u skladu s financijskim okvirom (za razliku od drugih vrsta

([13]) Uredba (EU) 2024/2809 Europskog parlamenta i Vijeća od 23. listopada 2024. o izmjeni uredaba (EU) 2017/1129, (EU) br. 596/2014 i (EU) br. 600/2014 radi povećanja privlačnosti javnih tržišta kapitala u Uniji za poduzeća i olakšavanja pristupa kapitalu za mala i srednja poduzeća.

([14]) Razlog tomu je i činjenica da su fizički namireni ugovori kojima se trguje na OTP-ovima izuzeti iz financijskog zakonodavstva te se stoga ne smatraju financijskim instrumentom („proizvodi obuhvaćeni izuzećem iz odjeljka C točke 6.”).

([15]) Izvor: podaci ESMA-e.

robnih izvedenica o kojima se izvješćuje samo u skladu s financijskim zakonodavstvom). Iako REMIT II sadržava odredbe za sprečavanje dvostrukog izvješćivanja, kako je već navedeno, i dalje bi se mogla povećati učinkovitost u postojećim postupcima izvješćivanja.

Usklađivanjem standarda izvješćivanja i racionalizacijom zahtjeva za izvješćivanje pojednostavnili bi se relevantni okviri, smanjilo opterećenje za društva i racionalizirali podaci kojima se koriste nadzorna tijela, ali bi to iziskivalo temeljitu ocjenu potrebnih izmjena relevantnog zakonodavstva i povezanih troškova za sudionike na tržištu i nadzorna/regulatorna tijela. Isto je tako uspostava jedinstvenog mehanizma izvješćivanja općenito poželjna kao krajnji rezultat, ali bi mogla dovesti do velikih izazova zbog troškova provedbe i mogućih poteškoća u razlikovanju izvješćivanja o robnim izvedenicama od izvješćivanja o drugim izvedenicama.

U okviru mogućeg postupnog pristupa mogle bi se istražiti kratkoročne mjere kako bi se olakšala razmjena podataka među tijelima i unaprijedila interoperabilnost skupova podataka. To bi moglo uključivati institucionalizaciju razmjene podataka između financijskih i energetskih regulatornih tijela, uz sustavni pristup odgovarajućim nadzornim podacima, čime bi se uklonila potreba za *ad hoc* zahtjevima za pristup. Komisija bi mogla razmotriti i uvođenje jedinstvenih formata identifikacijskih oznaka za transakcije o kojima se izvješćuje na temelju financijskog i energetskog okvira.

Naposljetku, kad je riječ o zahtjevima za transparentnost prije i poslije trgovanja, Komisija smatra da postojeći okvir jamči dostatnu razinu javnih informacija i da stoga u tom pogledu nisu potrebne nikakve promjene. Ti zaključci vrijede i za emisijske jedinice EU-a i ugovore o izvedenicama emisijskih jedinica EU-a.

3. IZUZEĆE ZA POMOĆNE AKTIVNOSTI

Uloga i funkcioniranje

Za tržišta robnih izvedenica karakteristično je značajno sudjelovanje subjekata čija glavna djelatnost ne uključuje pružanje financijskih usluga, ali koji se oslanjaju na tržišta izvedenica kako bi zaštitili svoje pozicije od rizika na temeljnim fizičkim tržištima ili, u nekim slučajevima, iskoristili tržišna kretanja za stvaranje dobiti.

Nefinancijski subjekti čine otprilike dvije trećine sudionika na tržištu budućnosnica za prirodni plin ([16]) i otprilike 60 % sudionika na tržištu budućnosnica za pšenicu ([17]) u smislu pozicija koje drže na svojim tržištima. Neki nefinancijski subjekti djeluju i kao održavatelji tržišta te mogu biti aktivni i na fizičkim/promptnim tržištima i tržištima izvedenica. Izuzeće za pomoćne aktivnosti utvrđeno u članku 2. stavku 1. točki (j) MiFID-a II trenutačno izuzima određene nefinancijske sudionike na tržištu koji trguju robnim izvedenicama od zahtjeva za dobivanje odobrenja za rad u skladu s MiFID-om II (i povezanih zahtjeva za usklađenost) ako se ta aktivnost trgovanja obavlja za vlastiti račun i nije povezana s izvršavanjem naloga klijenata ili ako pruža investicijske usluge u robnim izvedenicama ili emisijskim jedinicama ili njihovim izvedenicama korisnicima ili

([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?*

dobavljačima iz njihove redovne djelatnosti, pod uvjetom da se ta aktivnost smatra „pomoćnom" njihovoj redovnoj djelatnosti, pojedinačno ili na zbirnoj osnovi.

Upotrebljavaju se tri alternativna testa u skladu s MiFID-om II kako bi se utvrdilo je li djelatnost društva pomoćna uz njegovu redovnu djelatnost. Za primjenu izuzeća dovoljno je ispuniti uvjete za bilo koji od tih testova:

- test *de minimis*, za subjekte čija je neto preostala zamišljena izloženost u robnim izvedenicama ili emisijskim jedinicama ili njihovim izvedenicama za gotovinsku namiru kojima se trguje u EU-u, isključujući robne izvedenice ili emisijske jedinice ili njihove izvedenice kojima se trguje na mjestu trgovanja, ispod godišnjeg praga od 3 milijarde EUR,

- test *trgovanja*, za subjekte čiji obujam aktivnosti povezanih s robnim izvedenicama čini 50 % ili manje ukupnog obujma drugih aktivnosti trgovanja grupe,

- test *korištenog kapitala*, za subjekte čiji procijenjeni kapital korišten za obavljanje njihovih aktivnosti povezanih s robnim izvedenicama ne čini više od 50 % kapitala korištenog na razini grupe za obavljanje redovne djelatnosti.

Trebalo bi napomenuti da svi prethodno navedeni pragovi isključuju aktivnost trgovanja povezanu sa zaštitom od rizika.

Kvalificiranje društva kao investicijskog na temelju MiFID-a II ima šire implikacije. Ne podrazumijeva samo primjenu organizacijskih i operativnih zahtjeva iz MiFID-a II (i povezanu nadzornu ulogu i ovlasti nacionalnih nadležnih tijela za izricanje sankcija), nego i kvalificiranje kao financijska druga ugovorna strana na temelju Uredbe (EU) br. 648/2012 (EMIR), posebno s obzirom na povezane zahtjeve za razmjenu bilateralnih iznosa nadoknade pri trgovanju izvedenicama, te primjenu bonitetnog sustava na temelju Uredbe (EU) 2019/2033 (Uredba o bonitetnim zahtjevima za investicijska društva, IFR) i Direktive (EU) 2019/2034 (Direktiva o bonitetnom nadzoru nad investicijskim društvima, IFD), uključujući povezane kapitalne i likvidnosne zahtjeve. Međutim, valja napomenuti da se niz ključnih zahtjeva iz financijskih pravila primjenjuje na sve subjekte, bez obzira na to kvalificiraju li se kao investicijska društva. To uključuje zahtjeve koji se odnose na zlouporabu tržišta, ograničenja pozicija i izvješćivanje u skladu s EMIR-om.

Paketom za oporavak tržišta kapitala iz 2021. uvedeno je nekoliko promjena kako bi se donekle smanjilo administrativno opterećenje s kojim se iskusni ulagatelji suočavaju u svojim odnosima s drugim poduzećima te kako bi se tržištima robe u nastajanju omogućio daljnji razvoj, produbljivanje i poboljšanje njihove likvidnosti. Direktivom (EU) 2021/338 pojednostavnjen je test za izuzeće za pomoćne aktivnosti uvođenjem prethodno navedenog praga *de minimis* na temelju izloženosti. Sudionici na tržištu više nisu obvezni svake godine obavješćivati o ispunjavanju kriterija za izuzeće za pomoćne aktivnosti, već nacionalna nadležna tijela imaju mogućnost zatražiti informacije na *ad hoc* osnovi.

I u drugim su jurisdikcijama, kao što su Sjedinjene Američke Države i Ujedinjena Kraljevina, na snazi pravila kojima se nastoji izbjeći da subjekti kojima je trgovanje robnim izvedenicama pomoćna aktivnost budu obuhvaćeni financijskim zakonodavstvom. U Sjedinjenim Američkim Državama subjekti čija aktivnost posredovanja u ugovorima o razmjeni na bruto osnovi ne premašuje 8 milijardi USD u razdoblju od 12 mjeseci izuzimaju se od obveze registracije pri CFTC-u na temelju izuzeća *de minimis* za posrednike u ugovoru o razmjeni (engl. *Swap Dealer De Minimis Exception*). Izuzeće u

SAD-u odnosi se samo na aktivnosti posredovanja u korist klijenta, a iz izračuna praga isključene su sve aktivnosti trgovanja za vlastiti račun. U ovom trenutku nema dokaza da druge velike jurisdikcije namjeravaju postrožiti svoj funkcionalni ekvivalent izuzeću za pomoćne aktivnosti.

Naposljetku, u Draghijevu izvješću navode se moguće koristi od dodjeljivanja statusa investicijskog društva velikim sudionicima na tržištu, posebno onima u energetskom sektoru, kako bi se povećala transparentnost tržišta i smanjio rizik od neprimjerenog ponašanja.

Povratne informacije dionika i procjena

U savjetovanju s dionicima detaljno su se razmatrali svi relevantni aspekti funkcioniranja izuzeća za pomoćne aktivnosti, kao što su korisnost izuzeća kao takvog, primjerenost triju testova i adekvatnost metodologija (npr. pragovi na temelju bruto vrijednosti u odnosu na pragove na temelju neto vrijednosti).

Dionici su dosljedno isticali važnost izuzeća za pomoćne aktivnosti kako bi se omogućilo kontinuirano sudjelovanje uglavnom nefinancijskih aktera na tržištima robe. Tvrdili su da izuzeće nije potrebno samo kako bi takvi subjekti na odgovarajući način zaštitili svoje komercijalne izloženosti od rizika i učinkovito planirali svoje poslovanje, nego i kako bi se očuvala dubina tržišta robnih izvedenica u Uniji. Ispitanici su istaknuli i dodanu vrijednost aktivnosti trgovanja koje nisu povezane sa zaštitom od rizika, među ostalim i aktivnosti nefinancijskih društava koja imaju pravo na izuzeće za pomoćne aktivnosti, u doprinosu dubini i likvidnosti tržišta, smanjenoj koncentraciji i formiranju cijena pružanjem stručnog uvida na tržištu.

Dionici su gotovo jednoglasno podržali potrebu za očuvanjem regulatorne stabilnosti u tom području nakon promjena uvedenih 2021. paketom za oporavak tržišta kapitala. Prijedlozi za pojednostavnjenje testa, npr. stavljanjem težišta samo na trgovanje za vlastiti račun kao u drugim jurisdikcijama, i prijedlozi za postroživanje testa odbijeni su iz sličnih razloga kako bi se održala regulatorna stabilnost.

Općenito, savjetovanje s dionicima pokazalo je da bi postroživanje izuzeća za pomoćne aktivnosti imalo dalekosežne posljedice na poslovanje društava koja trenutačno koriste pravo na izuzeće. To su stajalište u velikoj mjeri dijelili predstavnici industrije i regulatorna tijela. Glavni utvrđeni uzroci troškova bili su sljedeći:

(i) bonitetne obveze koje proizlaze iz primjene kapitalnih i likvidnosnih zahtjeva u skladu s IFR-om/IFD-om;
(ii) zahtjevi za iznos nadoknade za OTC trgovanja koji proizlaze iz prekvalifikacije u financijske druge ugovorne strane u skladu s EMIR-om; i
(iii) ukupni troškovi usklađivanja sa zahtjevima iz MiFID-a II.

Ispitanici u savjetovanju, uključujući tri javna tijela, izrazili su zabrinutost da bi postroživanje uvjeta za izuzeće za pomoćne aktivnosti moglo dovesti do naglog povećanja operativnih troškova ili poteškoća s adekvatnim upravljanjem rizicima (npr. zbog pogoršanja tržišnih uvjeta, vidjeti u nastavku). Komisija priznaje da bi takve promjene mogle dovesti do dodatnih troškova usklađivanja i, na temelju postojećih bonitetnih pravila, do dodatnih ograničenja kapitala u bonitetne svrhe. Iako bi te elemente trebalo ocijeniti s obzirom na očekivane koristi i iako bi postroživanje izuzeća za pomoćne

aktivnosti teoretski moglo smanjiti rizične aktivnosti trgovanja ograničavanjem aktivnosti trgovanja sadašnjih korisnika koje nisu povezane sa zaštitom od rizika, ispitanici su napomenuli da bi ta situacija ipak mogla predstavljati rizik da neka društva, na koja se trenutačno ne primjenjuju propisi o financijskom poslovanju i bonitetna regulativa, izađu s tih tržišta. Znatan izlazak postojećih društava, osim ako ih ne zamijene novi sudionici na tržištu, mogao bi smanjiti dubinu, likvidnost i učinkovitost tržištâ robe, što bi dovelo do koncentriranijih tržišta, većih troškova i manje pouzdanosti zaštite od rizika. Nekoliko dionika napomenulo je da bi se ti povećani troškovi, bilo izravni bilo zbog manjkave zaštite od rizika, u konačnici mogli prenijeti na krajnje kupce kao više cijene robe.

Savjetovanjem se nastojalo ocijeniti i smatraju li dionici da su bonitetni zahtjevi mogli ublažiti likvidnosni stres koji su neki sudionici na tržištu doživjeli tijekom energetske krize 2022. i povezanog razdoblja naglog porasta maržnih poziva. Svi dionici koji su sudjelovali osim jednog smatrali su da takvi zahtjevi ne bi olakšali situaciju i da bi je čak mogli i pogoršati daljnjim ograničavanjem pristupa likvidnosti.

Neki su dionici istaknuli da se nekoliko ključnih odredaba povezanih s trgovanjem robnim izvedenicama, kao što su pravila o zlouporabi tržišta, izvješćivanje o pozicijama i ograničenja pozicija te izvješćivanje u skladu s EMIR-om, primjenjuje neovisno o regulatornom statusu trgovaca robom. Ti su dionici doveli u pitanje nužnost i dodanu vrijednost zahtjeva da trgovci robom moraju steći punopravni status investicijskog društva. Samo su tri od 73 ispitanika koji su dali povratne informacije o tom pitanju bila otvorena za ideju revizije sustava izuzeća za pomoćne aktivnosti, od kojih je samo jedan izričito zagovarao reformu. Dva javna tijela (iz iste države članice) napomenula su da, ako bi se izuzeće za pomoćne aktivnosti revidiralo, trebalo bi uspostaviti prilagođeni bonitetni sustav za trgovce robom kako bi se uzeli u obzir njihovi specifični profili rizičnosti i poslovni modeli. Komisija napominje da, kad je riječ o nadzoru postupanja i nadzoru tržišta, ispitanici nisu iznijeli elemente koji bi upućivali na to da bi se postroživanjem izuzeća za pomoćne aktivnosti poboljšao integritet tržišta.

Komisija napominje da su mnogi sudionici smatrali da bi postroživanje sustava izuzeća za pomoćne aktivnosti sudionike na tržištu robe iz EU-a stavilo u nepovoljan položaj u odnosu na globalne konkurente, posebno s obzirom na to da druge jurisdikcije donose fleksibilnije regulatorne okvire.

Kad je riječ o strukturi i funkcioniranju triju testova, savjetovanje je pokazalo da su sva tri testa korisna i da ih ispitanici upotrebljavaju. To je tako unatoč shvaćanju Komisije da nijedan subjekt koji trenutačno koristi pravo na izuzeće za pomoćne aktivnosti ne bi pao test *de minimis*. Dionici su smatrali da bi promjena ili ukidanje bilo kojeg od tih testova prouzročilo troškove prilagodbe za sudionike na tržištu, koji su već uveli sustave i postupke za usklađivanje s testom koji su odabrali.

Slično tome, dionici su smatrali da bi bilo kakve promjene metodologija za izračun relevantnih pragova iziskivale nepotrebne prilagodbe. Konkretno, ispitanici su smatrali da prelazak na prag koji se temelji na bruto aktivnosti trgovanja, kao što je onaj u SAD-u, na temelju ukupne aktivnosti trgovanja, nije u skladu s pristupom koji se temelji na riziku u skladu s MiFID-om II, a koji se najbolje iskazuje u pragu koji se temelji na neto aktivnosti trgovanja.

Naposljetku, kad je riječ o ukidanju godišnjih obavijesti o usklađenosti trgovaca robnim izvedenicama s pragovima izuzeća za pomoćne aktivnosti, više od polovine ispitanika smatralo je da se izmjenom paketa za oporavak tržišta kapitala smanjilo administrativno

opterećenje i birokracija. Više ispitanika istaknulo je da bi nacionalna nadležna tijela i dalje mogla zatražiti informacije na *ad hoc* osnovi, osim onih koje su već dostavljene na temelju izvješćivanja u skladu s MiFID-om II i EMIR-om. Međutim, neki su sudionici predložili da se razmotri mogućnost jednokratne početne obavijesti jednom nacionalnom nadležnom tijelu ili ESMA-i za vođenje evidencije subjekata aktivnih na tržištima robnih izvedenica na razini EU-a. Takva obavijest ne predstavlja prekomjerno opterećenje za društva, a nadzornim bi tijelima mogla pružiti sveobuhvatan pregled sudionika na tržištu (posebno ako bi se povezala s obaviješću društava koja prestaju sa svojom aktivnošću na tržištima robnih izvedenica).

Zaključci Komisijine ocjene

U povratnim informacijama dionika ne postoji nijedan materijalni element koji bi upućivao na to da izuzeće za pomoćne aktivnosti ne funkcionira adekvatno. Međutim, na temelju tih povratnih informacija čini se da bi promjena opsega i funkcioniranja izuzeća za pomoćne aktivnosti mogla imati velike i dalekosežne posljedice i potencijalno utjecati na konkurentnost društava iz EU-a na tržištima robnih izvedenica. U ovoj fazi odgovori dionika ne upućuju na to da su hitno potrebne izmjene izuzeća za pomoćne aktivnosti. Komisija u vezi s tim napominje da se ključne odredbe o postupanju, posebno one koje se odnose na zlouporabu tržišta i ograničenja pozicija, već primjenjuju bez obzira na status subjekata za trgovanje kao investicijskih društava.

Ako bi se naknadno razmatralo preispitivanje izuzeća za pomoćne aktivnosti, što bi moglo dovesti do toga da se na više subjekata primjenjuje obveza izdavanja odobrenja za rad i nadzora kao investicijska društva, čini se da bi primjereniji bio prilagođeni bonitetni sustav razmjeran profilu rizičnosti društava koja posluju na tržištima robnih izvedenica. Bez obzira na prethodno navedeno, Komisija bi mogla razmotriti ideju, kako su predložili neki dionici, da bi svi subjekti aktivni na tržištima robnih izvedenica trebali dostaviti jednokratnu obavijest nacionalnim nadležnim tijelima pri pokretanju i prestanku poslovanja kako bi identitet sudionika na tržištu bio vidljiviji nadzornim tijelima. To se odnosi i na društva koja se bave trgovanjem emisijskim jedinicama EU-a ili izvedenicama emisijskih jedinica EU-a.

4. OGRANIČENJA POZICIJA, KONTROLA NAD UPRAVLJANJEM POZICIJAMA I IZVJEŠĆIVANJE O POZICIJAMA

Uloga i funkcioniranje ograničenja pozicija i kontrole nad upravljanjem pozicijama

Ograničenja pozicija temeljna su značajka pravila kojima se uređuje trgovanje robnim izvedenicama u EU-u. Njima se ograničava veličina neto pozicije koju osoba može imati u svakom trenutku u određenim ugovorima o robnim izvedenicama, a imaju dva cilja: (i) osigurati uredno trgovanje i namiru te (ii) spriječiti manipuliranje tržištem.

Ograničenja pozicija utvrđuju nacionalna nadležna tijela u skladu s načelima utvrđenima u Delegiranoj uredbi (EU) 2022/1302 i nakon mišljenja ESMA-e. Ona se primjenjuju na izvedenice kojima se trguje na burzi i ekonomski jednakovrijedne OTC ugovore (EEOTC). Ne primjenjuju se na emisijske jedinice i izvedenice emisijskih jedinica. Ne primjenjuju se ni na „ugovore obuhvaćene izuzećem iz odjeljka C točke 6.” jer takvi instrumenti nisu obuhvaćeni financijskim zakonodavstvom.

Početni sustav ograničenja pozicija uspostavljen na temelju MiFID-a II pokazao se pretjerano ograničavajućim. Stoga je u paketu za oporavak tržišta kapitala iz 2021. sustav uvelike rasterećen radi potpore razvoju i produbljivanju tržišta robnih izvedenica. Konkretno, paketom za oporavak tržišta kapitala:

- smanjen je opseg ugovora na koje se primjenjuju ograničenja pozicija samo na poljoprivredne robne izvedenice i na značajne ili ključne nepoljoprivredne robne izvedenice. Ugovori se smatraju značajnima ili ključnima ako je njihov broj otvorenih pozicija u prosjeku najmanje 300 000 jedinica tijekom jedne godine,

- proširenо je izuzeće povezano sa zaštitom od rizika na pozicije koje zauzimaju financijski subjekti koji su dio pretežno komercijalne (odnosno nefinancijske) grupe, i

- proširenо je izuzeće na pozicije koje proizlaze iz transakcija zaključenih kako bi se ispunile obveze pružanja likvidnosti na mjestu trgovanja.

Do danas se ograničenje pozicija primjenjuje na tri ugovora o nepoljoprivrednim robnim izvedenicama: ugovor o izvedenicama TTF-a kojim se trguje na burzama ICE Endex i European Energy Exchange (EEX), ugovor o izvedenicama THE-a kojim se trguje na burzama EEX i ICE Endex te njemački ugovor o kontinuiranoj isporuci električne energije kojim se trguje na burzi EEX.

Osobe koje drže kvalificirane pozicije i koje žele iskoristiti jedno od prethodno navedenih izuzeća moraju podnijeti službeni zahtjev nacionalnom nadležnom tijelu koje utvrđuje ograničenje pozicija za relevantni ugovor o robnim izvedenicama.

Primjerenost funkcioniranja sustava ograničenja pozicija trebalo bi ocijeniti uzimajući u obzir to da u drugim jurisdikcijama mjesta trgovanja općenito imaju veću ulogu u prilagođavanju, primjeni i nadzoru ograničenja pozicija. Na primjer, u SAD-u, za ugovore na koje se ne primjenjuju savezna ograničenja pozicija koja je utvrdila Komisija za trgovanje robnim budućnosnicama (CFTC), mjesta trgovanja mogu odrediti ograničenja pozicija prema vlastitom nahođenju. Slično tome, mjesta trgovanja imaju veću ulogu u odobravanju zaštite od rizika i drugih izuzeća sudionicima na tržištu, primjenjujući uvjete utvrđene u propisima CFTC-a.

Ograničenja pozicija dopunjena su kontrolom nad upravljanjem pozicijama (PMC), kojom se od mjesta trgovanja zahtijeva da imaju uspostavljen sustav za nadzor otvorenih pozicija sudionika na tržištu i za omogućavanje urednog trgovanja na njihovu mjestu trgovanja. Zahtjev za uspostavu kontrole nad upravljanjem pozicijama ima šire područje primjene i primjenjuje se na sve pozicije u robnim izvedenicama, bez obzira na to primjenjuje li se na ugovor ograničenje pozicija. Obuhvaća sve vrste pozicija, uključujući pozicije zauzete u svrhu zaštite od rizika. Cilj je kontrole nad upravljanjem pozicijama omogućiti mjestima trgovanja da prepoznaju gomilanje velikih, koncentriranih pozicija koje bi moglo dovesti do narušavanja cijena, manipuliranja tržištem ili drugih štetnih trgovinskih praksi. U skladu s člankom 57. stavkom 8. MiFID-a II kontrole bi trebale uključivati barem ovlasti za:

- praćenje otvorenih pozicija,

- pribavljanje sveobuhvatnih informacija o nastalim pozicijama, uključujući, ali ne ograničavajući se na veličinu i svrhu gomilanja pozicije,

- zatvaranje ili smanjenje pozicije,

- zahtjev da imatelj pozicija u određenim situacijama vrati likvidnost na tržište.

Nadalje, za ugovore koji se mogu fizički namiriti, Delegiranom uredbom Komisije (EU) 2022/1299 o dopuni MiFID-a II ([18]) uvedena je obveza utvrđivanja razina odgovornosti, čija je svrha potaknuti dijalog s imateljem pozicije ako se prijeđu određeni kvalitativni ili kvantitativni pragovi. Mjesta trgovanja trebala bi svojim nacionalnim nadležnim tijelima dostaviti sve pojedinosti o svojoj kontroli nad upravljanjem pozicijama, uključujući broj slučajeva u kojima su dosegnute razine odgovornosti.

Naposljetku, izvješćivanje o pozicijama uključuje, u skladu s člankom 58. stavkom 3. MiFID-a II, obvezu sudionika na tržištu da mjestima trgovanja dostavljaju informacije o pozicijama. Jedan je od ciljeva tog zahtjeva pružiti mjestima trgovanja potrebne informacije za provedbu njihova mandata za upravljanje pozicijama. Sudionici na tržištu stoga su dužni mjestima trgovanja na kojima trguju dostaviti pojedinosti o svojim pozicijama u ugovorima kojima se trguje na tom mjestu. Međutim, informacije koje se dostavljaju mjestima trgovanja ne uključuju pozicije u identičnim ugovorima kojima se trguje na drugim mjestima ni pozicije u OTC ugovorima koje se odnose na istu temeljnu robu. Treba napomenuti da je Tijelo za financijsko poslovanje Ujedinjene Kraljevine (FCA) nedavno razmatralo mogućnost proširenja spektra ugovora o kojima sudionici na tržištu trebaju izvješćivati mjesta trgovanja, ali je zaključilo da bi takva mjera pretjerano opteretila sudionike na tržištu. Alternativno, FCA je odlučila da će mjesta trgovanja imati ovlast, u okviru svojeg mandata za kontrolu nad upravljanjem pozicijama, zatražiti informacije o pozicijama u širem spektru OTC ugovora ako takve pozicije predstavljaju rizik za korektno i uredno trgovanje na njihovim tržištima ([19]).

Povratne informacije dionika i procjena

U okviru ciljanog savjetovanja koje je provela Komisija dionici su trebali odgovoriti na opsežan skup pitanja o ograničenjima pozicija, kontroli nad upravljanjem pozicijama i izvješćivanju.

- *Ograničenja pozicija*

Velika većina ispitanika, uključujući regulatorna i javna tijela, smatrala je da postojeći sustav ograničenja pozicija dobro funkcionira i da je postigao svoje ciljeve doprinošenja sprečavanju zlouporabe tržišta i omogućavanja urednog trgovanja. Dionici su istaknuli činjenicu da su reforme u okviru paketa za oporavak tržišta kapitala omogućile ublažavanje prethodno uočenih negativnih učinaka na dubinu i likvidnost tržišta te su mjeru učinile usmjerenijom, razmjernijom i učinkovitijom. Općenito, u trenutačnom kontekstu dionici su smatrali da postojeći sustav ograničenja pozicija nije negativno utjecao na likvidnost tržišta ni na sposobnost sudionika na tržištu da se zaštite od rizika zahvaljujući izuzeću za zaštitu od rizika koje dobro funkcionira. Konkretno, nekoliko ispitanika istaknulo je da se bolje prilagođeno izuzeće za zaštitu od rizika nakon paketa za oporavak tržišta kapitala pokazalo posebno korisnim tijekom energetske krize jer je omogućilo učinkovitu zaštitu od rizika.

([18]) Delegirana uredba – 2022/1299 – HR – EUR-Lex.

([19]) To su savjetovanje posebno potaknuli, među ostalim, događaji na Londonskoj burzi metala u ožujku 2022., koji su bili povezani s gomilanjem velikih pozicija na OTC tržištu koje operateri mjesta trgovanja nisu mogli vidjeti, što im je otežalo ispunjavanje mandata za upravljanje pozicijama.

Utvrđivanje činjenica koje je Komisija provela na temelju dnevnih podataka nacionalnih nadležnih tijela o pozicijama u izvedenicama TTF-a pokazuje da su se, unatoč tome što su se pozicije nekih sudionika na tržištu ponekad približile ograničenjima, te pozicije sustavno smanjivale prije nego što su mogle premašiti ta ograničenja. Komisija smatra da to pokazuje da ograničenja pozicija adekvatno funkcioniraju i da su utvrđena na odgovarajućim razinama.

Komisija primjećuje i da ograničenja pozicija mogu pomoći u izbjegavanju prekomjerne koncentracije tržišta. U tom smislu napominje da se koncentracija pozicija na tržištu izvedenica TTF-a stalno smanjivala, pa je 10 najvećih sudionika činilo oko 50 % svih dugih pozicija u srpnju 2022., a oko 35 % krajem 2024. ([20])

Većina ispitanika, uključujući većinu javnih tijela, smatrala je da nije potrebno mijenjati spektar ugovora obuhvaćenih ograničenjima pozicija ni vrstu obuhvaćenih pozicija. Ispitanici su isto tako gotovo jednoglasno odbili i prijedlog iz Draghijeva izvješća da se ograničenja pozicija razlikuju ovisno o vrsti trgovaca. Komisija smatra da nema vidljive potrebe za daljnjim razlikovanjem sustava ograničenja pozicija po vrsti sudionika na tržištu s obzirom na postojeće izuzeće za zaštitu od rizika iz MiFID-a II, kojim se već omogućuje određena fleksibilnost za nefinancijska društva, i nezanemariv rizik od nepotrebne složenosti okvira.

Neki dionici iz industrije napomenuli su da postupci za podnošenje zahtjeva i odobravanje izuzeća za zaštitu od rizika ili pružanje likvidnosti stvaraju preveliko opterećenje. 57 % ispitanika navelo je da bi se te zadaće mogle prenijeti na mjesta trgovanja. Međutim, pet mjesta trgovanja i dva burzovna udruženja nisu se složili s tim prijedlogom. Osim toga, dva regulatorna tijela spomenula su da se uloga mjesta trgovanja ne bi trebala proširiti na samo utvrđivanje ograničenja pozicija, posebno zbog suprotstavljenih komercijalnih interesa između mjesta trgovanja na kojima se trguje istim ugovorom. Komisija također vidi poteškoće u potonjem slučaju, pa smatra da ne bi trebalo predvidjeti delegiranje zadaća povezanih s određivanjem ograničenja pozicija. Međutim, čini se da bi se postupak odobravanja izuzeća za zaštitu od rizika ili pružanje likvidnosti mogao učiniti fleksibilnijim ako bi se određene zadaće, kao što su obrada zahtjeva i potvrđivanje zahtjeva za izuzeće, delegirale mjestima trgovanja, posebno ako nije potrebna diskrecijska ovlast ili je potrebna u maloj mjeri.

Naposljetku, dva ispitanika dovela su u pitanje primjenu sustava ograničenja pozicija EU-a na pozicije zauzete na mjestima trgovanja u trećim zemljama i mogući rizik od zaobilaženja koji to implicira. Postojeći sustav ograničenja pozicija iz MiFID-a može uzrokovati pravnu nesigurnost u vezi s pozicijama koje zauzimaju investicijska društva iz EU-a i njihovi klijenti na mjestima trgovanja u trećim zemljama koja nude trgovanje ekonomski jednakovrijednim ugovorima o robnim izvedenicama te mjerom u kojoj bi o takvim pozicijama trebalo izvješćivati i uračunati ih u ograničenja pozicija ako se na takve ugovore primjenjuju ograničenja pozicija u EU-u. To bi moglo doprinijeti nejednakim uvjetima za mjesta trgovanja u EU-u i trećim zemljama te stvoriti potencijalne poticaje za trgovinu ekonomski jednakovrijednim izvedenicama na mjestima trgovanja u trećim zemljama, a ne na mjestima trgovanja u EU-u.

- *Izvješćivanje o pozicijama i kontrola nad upravljanjem pozicijama*

([20]) Izvor: podaci EEX-a i ICE-a za ljeto 2022. i 2024.

Kad je riječ o izvješćivanju o pozicijama, svi osim jednog ispitanika izrazili su zabrinutost zbog mogućih obveza sudionika na tržištu da sustavno izvješćuju mjesta trgovanja o OTC pozicijama kako bi poduprli njihov mandat za kontrolu nad upravljanjem pozicijama. Ispitanici su istaknuli potencijalno veliko opterećenje i rizike da bi to moglo dovesti do neprimjerene razmjene komercijalno osjetljivih informacija. Umjesto toga, dionici preporučuju učinkovitiju upotrebu postojećih dostavljenih podataka. Oko 10 % ispitanika (posebno tri javna tijela) navelo je da bi se izvješćivanje o pozicijama u ekonomski jednakovrijednim OTC ugovorima trebalo proširiti na sve sudionike na tržištu i stoga primjenjivati na neinvesticijska društva, posebno kako bi se osigurala odgovarajuća provedba ograničenja pozicija.

Međutim, nekoliko dionika koji se protive sustavnom izvješćivanju mjesta trgovanja o OTC pozicijama smatralo je da bi mjesta trgovanja trebala imati mogućnost zatražiti dodatne informacije o pozicijama u širem spektru OTC ugovora ako pozicije u takvim ugovorima mogu utjecati na cijenu ugovora kojima se trguje na istom mjestu i samo u posebnim okolnostima, kao što su razdoblja tržišnog stresa ili povećanog rizika (za razliku od sustavnog izvješćivanja). Komisija smatra da bi se time mogao povećati kapacitet mjesta trgovanja za provedbu kontrole nad upravljanjem pozicijama i pomoći u nadzoru urednog trgovanja te, u konačnici, očuvati tržišta od rizika za financijsku stabilnost, a ujedno ograničiti troškove provedbe u usporedbi sa sustavnim izvješćivanjem mjesta trgovanja o OTC pozicijama.

Oko 85 % ispitanika smatralo je da bi financijska i energetska nadzorna tijela trebala imati sveobuhvatan pristup svojim skupovima podataka (npr. nacionalna regulatorna tijela trebala bi imati pristup podacima iz MiFID-a/MiFIR-a, dok bi nacionalna nadležna tijela trebala imati pristup podacima o izuzeću iz odjeljka C točke 6. i promptnim tržištima). Komisija smatra da bi se to moglo postići poboljšanom suradnjom i razmjenom podataka (vidjeti odjeljak o podacima).

Naposljetku, mišljenja dionika o mogućem proširenju izvješćivanja o krajnjim korisnicima pozicija koje drže sudionici na tržištu iz trećih zemalja bila su podijeljena. Iako su se ispitanici (posebno iz EU-a) općenito složili s dodanom vrijednošću takvih informacija, tri su ispitanika istaknula dodatno opterećenje i moguće poteškoće u osiguravanju usklađenosti sudionika na tržištu iz trećih zemalja. Regulatorna tijela snažno su se zalagala za otklanjanje tog nedostatka u izvješćivanju, među ostalim u pogledu podataka o transakcijama. Dva financijska regulatorna tijela i jedno energetsko regulatorno tijelo istaknuli su da postojeći sustav ometa pravilan nadzor i dovodi do mogućih sistemskih slabosti. Treba napomenuti da postojeći pravilnici ključnih mjesta trgovanja za robne izvedenice (posebno energetske izvedenice) već nalažu dostavljanje takvih informacija, posebno kako bi se ispunili zahtjevi za izvješćivanje u skladu s REMIT-om.

Zaključci Komisijine ocjene

Općenito, Komisija smatra da postojeći sustav ograničenja pozicija adekvatno funkcionira. Nema čvrstih dokaza koji upućuju na potrebu za postroživanjem ni ublažavanjem sustava. Komisija smatra i da su izmjene donesene u okviru paketa za oporavak tržišta kapitala pridonijele daljnjem produbljivanju tržišta robnih izvedenica, posebno u segmentu energetskih izvedenica.

Komisija vidi potencijal za daljnje analiziranje uvjeta pod kojima bi mjesta trgovanja mogla imati veće, ali dobro definirane odgovornosti u odobravanju izuzeća za zaštitu od rizika i pružanje likvidnosti, kao i za moguća *ad hoc* izuzeća, kako bi mjera bila

fleksibilnija i brže reagirala na kretanja na tržištu, a da regulatorna tijela pritom ne izgube znatan dio ovlasti. Trebalo bi uspostaviti posebne zaštitne mjere, kao što su sustavno (ali ciljano) izvješćivanje nacionalnim nadležnim tijelima i redovita preispitivanja koja bi provodila ta tijela, kako bi se izbjegli sukobi interesa i nadzornim tijelima omogućio konsolidirani pregled postojećih izuzeća. Međutim, Komisija ne smatra primjerenim prenijeti ovlast za utvrđivanje ograničenja pozicija na mjesta trgovanja.

Kad je riječ o primjeni ograničenja pozicija na pozicije zauzete na mjestima trgovanja u trećim zemljama, Komisija je u okviru paketa za integraciju tržišta i nadzor predložila da se pojasni da bi se pozicije koje drže investicijska društva iz EU-a i njihovi klijenti u ekonomski jednakovrijednim ugovorima kojima se trguje na mjestima trgovanja izvan EU-a trebale pridodati ocjeni usklađenosti sa sustavom ograničenja pozicija na temelju MiFID-a. Time bi se zajamčilo jednako postupanje za pozicije u ugovorima kojima se trguje na mjestima trgovanja u EU-u, na mjestima trgovanja izvan EU-a i izvanburzovno (OTC). To je pojašnjenje u skladu sa strateškom autonomijom i konkurentnosti EU-a koje su istaknute kao ciljevi politike u Draghijevu izvješću, čime se stvaraju jednaki uvjeti na svim mjestima trgovanja, uklanjaju poticaji za trgovanje izvan EU-a i izbjegava moguće zaobilaženje pravila EU-a. Time se osigurava i pravna sigurnost za sudionike na tržištu i smanjuju troškovi povezani s pravnom nesigurnošću.

Kako bi se mjestima trgovanja pružila potpora u ispunjavanju njihova mandata za upravljanje pozicijama te kako bi tržišta bila pravedna i uredna, Komisija bi mogla dodatno analizirati uvjete pod kojima bi se mjestima trgovanja mogle povjeriti proširene ovlasti za kontrolu nad upravljanjem pozicijama na temelju kojih bi ona, na *ad hoc* osnovi i u određenim okolnostima, mogla zatražiti informacije o pozicijama koje drže sudionici na njihovom tržištu u širem spektru OTC ugovora povezanih s robnim izvedenicama koje nude za trgovanje te o povezanoj imovini i obvezama u temeljnoj robi. Ta bi se ovlast trebala proširiti na sve OTC ugovore koji mogu utjecati na određivanje cijena ili uvjete namire relevantnog ugovora kojim se trguje na mjestu trgovanja u EU-u. Taj bi prijedlog omogućio i bolje usklađivanje pravila EU-a sa zaključcima IOSCO-a iz nedavnog izvješća o regulaciji i nadzoru tržišta robnih izvedenica ([21]), u kojem se preporučuje daljnji rad na poboljšanju sposobnosti burzi za pribavljanje informacija o pozicijama sudionika na tržištu u povezanim OTC robnim izvedenicama i temeljnim tržištima fizičke robe. Međutim, Komisija smatra da bilo kakav zahtjev da sudionici na tržištu sustavno izvješćuju mjesta trgovanja o svojim pozicijama na temeljnom tržištu i u širokom spektru OTC ugovora ne bi bio proporcionalan zbog opterećenja koje bi takva mjera mogla predstavljati. Iz istog se razloga ne čini primjerenim izvješćivanje nadzornim tijelima o svim pozicijama na temeljnim tržištima ili u OTC ugovorima osim izvješćivanja investicijskih društava o pozicijama u ekonomski jednakovrijednim OTC ugovorima. Međutim, kako bi se osigurali jednaki uvjeti za različite vrste sudionika na tržištu i odgovarajuća provedba ograničenja pozicija, Komisija može razmotriti bi li se izvješćivanje o pozicijama u ekonomski jednakovrijednim OTC ugovorima moglo proširiti na sve sudionike na tržištu ([22]).

Naposljetku, Komisija može razmotriti u kojoj bi mjeri mogao biti primjeren mogući dodatni zahtjev za sudionike na tržištu iz trećih zemalja da dostave informacije o krajnjim korisnicima kako bi se popunile praznine u trenutačnom izvješćivanju o pozicijama.

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

([22]) Drugim riječima, i one koji nisu investicijska društva i neinvesticijska društva koja obavljaju transakcije preko investicijskog društva.

5. ZAKLJUČCI

Odgovori dionika, kao ni Komisijina ocjena koja je uslijedila na temelju analize kretanja na tržištu, nisu ukazali na hitnu potrebu za znatnim izmjenama preispitanih elemenata okvira za robne izvedenice, iako bi se u budućnosti mogle razmotriti određene ciljane izmjene.