EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 26.5.2026
COM(2026) 251 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET

om Kommissionens vurdering af markederne for råvarederivater, emissionskvoter og derivater af emissionskvoter i henhold til artikel 90, stk. 5, i direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID II) (direktiv 2014/65/EU), som ændret i februar 2024

FORTEGNELSE OVER FORKORTELSER 2

1. INDLEDNING 3

2. DATAASPEKTER VEDRØRENDE RÅVAREDERIVATER 4

3. UNDTAGELSEN FOR ACCESSORISKE AKTIVITETER 8

4. POSITIONSLOFTER, POSITIONSFORVALTNINGSKONTROLLER OG POSITIONSRAPPORTERING 13

5. KONKLUSIONER 18

FORTEGNELSE OVER FORKORTELSER

AAE: undtagelsen for accessoriske aktiviteter

ACER: Agenturet for Samarbejde mellem Energireguleringsmyndigheder

Delegeret forordning 2022/1299: Kommissionens delegerede forordning (EU) 2022/1299

CFTC: Commodity Futures Trading Commission

CMRP: genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne (direktiv (EU) 2021/338)

EEOTC: økonomisk tilsvarende OTC-kontrakt

EMIR: forordningen om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre (forordning (EU) nr. 648/2012)

ESMA: Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed

EU: Den Europæiske Union

EUA: EU-emissionskvote i EU's emissionshandelssystem

ETS: EU's emissionshandelssystem

IFD: direktivet om tilsyn med investeringsselskaber (direktiv (EU) 2019/2034)

IFR: forordningen om tilsynsmæssige krav til investeringsselskaber (forordning (EU) 2019/2033)

MiFID II: direktivet om markeder for finansielle instrumenter (direktiv 2014/65/EU)

MiFIR: forordningen om markeder for finansielle instrumenter (forordning (EU) nr. 600/2014)

NCA: kompetent national myndighed

NRA: national reguleringsmyndighed

OTC: over the counter

PMC: positionsforvaltningskontrol

REMIT: forordningen om integritet og gennemsigtighed på engrosenergimarkederne (forordning (EU) nr. 1227/2011)

TEUF: traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde

TTF: Title Transfer Facility

TV: markedsplads

1. INDLEDNING

Råvarederivater er centrale instrumenter, som markedsdeltagere anvender til at afdække deres eksponeringer på de underliggende råvaremarkeder (f.eks. energi, landbrugsråvarer og metaller). På disse råvaremarkeder deltager hovedsagelig ikkefinansielle enheder. Sådanne enheder omfatter primært producenter af fysiske råvarer, forsyningsselskaber, store energiintensive ikkefinansielle virksomheder og fysiske råvarehandlere, der er direkte afhængige af markederne for råvarederivater for at mindske de risici, der er forbundet med deres erhvervsmæssige aktivitet.

Velfungerende markeder for råvarederivater spiller en vigtig rolle for stabiliteten i og velstanden for EU's økonomi og, for så vidt angår markederne for energiderivater, for overkommelige energipriser i EU og markedets effektive funktion. Kommissionens aftale om ren industri([1]) og handlingsplan for energi til overkommelige priser([2]), der blev vedtaget i februar 2025, understreger i den forbindelse den rolle, som effektive markeder, herunder derivatmarkeder, spiller([3]). Desuden er ordningen for råvarederivater en kritisk del af de europæiske finansielle markeder, idet den giver markedsdeltagerne mulighed for at styre risici og investere i en række råvarederivater, herunder emissionskvoter og derivater af emissionskvoter. Markederne for råvarederivater i EU er derfor underlagt et omfattende regelsæt, der tager højde for disse instrumenters særlige karakter og deres betydning for EU's økonomi.

Kommissionen forelægger Europa-Parlamentet og Rådet denne rapport i henhold til artikel 90, stk. 5, i direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID II) (direktiv 2014/65/EU). Ved udarbejdelsen af denne rapport anmodede Kommissionen i overensstemmelse med kravet i artikel 90, stk. 5, i MiFID II om input fra Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA), Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA) og Agenturet for Samarbejde mellem Energireguleringsmyndigheder (ACER). ESMA og ACER fremsendte input i overensstemmelse med anmodningen. EBA underrettede Kommissionen om, at input vedrørende råvaremarkeder ville kræve en mere indgående analyse og derfor ikke var medtaget i EBA's svar på Kommissionens anmodning om rådgivning med henblik på rapporterne om de tilsynsmæssige krav, der gælder for investeringsselskaber([4]). Derfor er EBA's input ikke med i denne rapport.

Kommissionen hørte også markedsdeltagerne gennem en målrettet høring, som var åben i en periode på otte uger fra februar til april 2025([5]). I alt modtog den 94 svar, heraf 67 fra branchen (herunder 12 børser og deres sammenslutninger) og 12 fra offentlige myndigheder og markedstilsynsmyndigheder. Ved udarbejdelsen af denne rapport tog Kommissionen nøje hensyn til disse svar og gennemgik de relevante data og markedstendenser for at supplere sin vurdering.

([1]) https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/?uri=CELEX%3A52025DC0085.

([2]) https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/?uri=CELEX%3A52025DC0079&qid=1741780110418.

([3]) Både aftalen om ren industri og handlingsplanen for energi til overkommelige priser henviser til Kommissionens Taskforce for Gasmarkedet, som bl.a. har undersøgt, hvordan markedet for gasderivater fungerede.

([4]) CfA_IFR and IFD review – final.pdf.

([5]) Targeted consultation on the review of the functioning of commodity derivatives markets and certain aspects relating to spot energy markets 2025 – Finance.

I overensstemmelse med kravet i artikel 90, stk. 5, i MiFID II foretages der i rapporten for hvert af følgende elementer en vurdering af dets bidrag til likviditeten og den korrekte funktion af EU-markederne for råvarederivater, emissionskvoter eller derivater af emissionskvoter:

a) ordningerne for positionslofter og positionsforvaltningskontrol på grundlag af data, som de kompetente myndigheder har indberettet til ESMA i overensstemmelse med artikel 57, stk. 5 og 10, i MiFID II

b) de elementer, der er omhandlet i artikel 2, stk. 4, andet og tredje afsnit, i MiFID, og kriterierne for fastlæggelse af, hvornår en aktivitet skal anses for at være accessorisk i forhold til hovederhvervet på koncernniveau i henhold til Kommissionens delegerede forordning (EU) 2021/1833([2]), under hensyntagen til i) muligheden for at indgå transaktioner med henblik på effektivt at reducere risici, der er direkte knyttet til de forretningsmæssige aktiviteter eller likviditetsfinansieringsaktiviteterne, ii) anvendelsen af kravene fra den 26. juni 2026 til investeringsselskaber med speciale i råvarederivater eller emissionskvoter eller derivater deraf som fastsat i forordning (EU) 2019/2033, iii) og kravene for finansielle modparter som fastsat i forordning (EU) nr. 648/2012

c) de centrale elementer med henblik på at opnå et harmoniseret datasæt fra en enkelt indsamlingsenhed og de relevante oplysninger om og det mest hensigtsmæssige format for transaktionsdata, der skal offentliggøres.

Desuden indeholdt Draghirapporten, der blev offentliggjort i september 2024, visse forslag til ændringer i de lovgivningsmæssige rammer for råvarederivatmarkederne.

2. DATAASPEKTER VEDRØRENDE RÅVAREDERIVATER

Baggrund

Handel med råvarederivater er underlagt gennemsigtigheds- og indberetningskrav i henhold til MiFID II, MiFIR og EMIR. I disse regler foretages der ikke nogen sondring på grundlag af den underliggende råvare. Energiråvarederivater er desuden underlagt indberetningskrav i henhold til forordning (EU) nr. 1227/2011 (REMIT), om end med bestemmelser, der skal forhindre dobbeltindberetning.

Selv om indberetning til transaktionsregistre i henhold til EMIR omfatter alle transaktioner i råvarederivater, der involverer mindst én EU-modpart, varierer indberetningskravene i henhold til MiFID II/MiFIR afhængigt af datatypen, den enhed, der modtager de indberettede data, og af, om handelen finder sted på en markedsplads. MiFIR indeholder også nærmere bestemmelser om de betingelser, hvorunder visse førhandelsdata (ordrer) og transaktionsrelaterede data om finansielle instrumenter skal offentliggøres. I MiFID II fastsættes det, at markedspladser dagligt skal indberette oplysninger om positioner til kompetente nationale myndigheder for så vidt angår markedsdeltagere, der er aktive på deres markedsplads([6]). Markedsdeltagerne skal til gengæld på daglig basis indberette deres positioner i derivatkontrakter, der handles på den pågældende markedsplads, til

([6]) Artikel 58, stk. 1, i MiFID II.

markedspladsen([7]). Endelig skal investeringsselskaber indberette positioner i økonomisk tilsvarende over-the-counter-kontrakter (OTC-kontrakter) til den relevante kompetente nationale myndighed([8]) dagligt([9]).

REMIT, som ændret ved forordning (EU) 2024/1106 (REMIT II) og Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) nr. 1348/2014 (REMIT-gennemførelsesforordningen), indførte detaljerede indberetningskrav for transaktioner og handelsordrer vedrørende engrosenergiprodukter([10]).

REMIT II, som fandt anvendelse fra maj 2024, indførte en forpligtelse til at etablere mekanismer for datadeling mellem forskellige myndigheder, herunder ACER, ESMA, Eurofisc, Kommissionen, nationale regulerende myndigheder, kompetente nationale myndigheder og andre relevante myndigheder i EU. Da REMIT omfatter energiderivater som engrosenergiprodukter, forhindrer særlige bestemmelser i REMIT II desuden dobbeltindberetning både efter det finansielle regelsæt og efter REMIT II. REMIT II fastsætter således, at personer, som har indberettet transaktioner i henhold til MiFIR eller EMIR, ikke bør være underlagt en dobbelt indberetningspligt i forbindelse med disse transaktioner([11]).

Den nuværende lovgivningsmæssige ramme medfører flere indberetningskanaler, idet adgangen til data er begrænset til bestemte myndigheder. ACER og nationale regulerende myndigheder modtager f.eks. data om engrosenergiprodukter (ud over visse finansielle data via adgang til data i EMIR-transaktionsregistre om engrosenergiprodukter, som også er finansielle instrumenter), mens ESMA og kompetente nationale myndigheder modtager finansielle data. Denne adskillelse betyder, at de data, der er tilgængelige for energitilsynsmyndigheder, ikke altid når frem til de finansielle tilsynsmyndigheder, og omvendt, hvilket kan hæmme tilsyn på tværs af markeder. ESMA og de kompetente nationale myndigheder mangler f.eks. systematisk adgang til data om "C6 carve-out"-produkter og spotmarkedsprodukter, der er indberettet til ACER. Desuden komplicerer forskellige indberetningsstandarder i MiFIR/EMIR og REMIT II indberetningen og dataanalysen, selv for beslægtede produkter.

Høringen af interessenter omfattede flere dataaspekter. I høringen blev det undersøgt, om ESMA havde tilstrækkelig adgang til transaktionsdata via kompetente nationale myndigheder. Den undersøgte også områder, hvor informationsudvekslingen og adgangen til relevante oplysninger kunne forbedres eller strømlines, og om indberetningen kunne harmoniseres bedre på tværs af både det finansielle regelsæt og energiregelsættet. En mulig løsning, der blev drøftet i høringen, var oprettelsen af en centraliseret mekanisme til dataindsamling for spot- og derivatkontrakter. Det blev desuden med høringen forsøgt afklaret, om indberetningen af de relevante data inden for rammerne af en centraliseret mekanisme til dataindsamling burde foretages af i) transaktionsregistre, ii) registrerede indberetningsmekanismer, iii) en tredjepartsenhed, som også ville konsolidere de relevante data modtaget fra transaktionsregistre og registrerede indberetningsmekanismer og sikre

([7]) Artikel 58, stk. 3, i MiFID II.

([8]) Til den kompetente nationale myndighed for det mest likvide marked for det råvarederivat, som OTC-kontrakten svarer til.

([9]) Artikel 58, stk. 2, i MiFID II.

([10]) Artikel 2, nr. 4), i REMIT II.

([11]) I artikel 6, stk. 5, i REMIT-gennemførelsesforordningen hedder det endvidere: "Når personer har indberettet oplysninger om transaktioner i henhold til artikel 26 i forordning (EU) nr. 600/2014 eller artikel 9 i forordning (EU) nr. 648/2012, anses deres forpligtelser i henhold til artikel 8, stk. 1, i forordning (EU) nr. 1227/2011 for opfyldt".

lige adgang for alle myndigheder, såsom ESMA, ACER, nationale regulerende myndigheder, kompetente nationale myndigheder og Kommissionen, eller iv) enhver anden enhed. Endelig indeholdt høringen spørgsmål om, hvorvidt den centrale mekanisme til dataindsamling også kunne fungere som en one-stop-shop for dataindberetning for markedsdeltagere, der er aktive både på fysiske markeder/spotmarkeder og på derivatmarkeder for råvarer, og dermed lette indberetningsbyrden for råvarehandlere. Endelig blev der i høringen spurgt, om en alternativ tilgang til den centraliserede indsamlingsmekanisme burde overvejes, hvorefter kompetente nationale myndigheder ville have systematisk adgang til ACER's database og omvendt.

Endelig anbefalede Draghirapporten fra 2024, at der indsamles transaktions- og positionsdata vedrørende OTC-energiderivater. Kommissionen bemærker, at EMIR allerede omfatter indberetning af alle transaktioner i derivater, herunder OTC-transaktioner, som involverer mindst én EU-modpart. Når det derimod gælder positionsdata, er enheder, der ikke er investeringsselskaber, som anført i afsnit 4 i denne rapport, på nuværende tidspunkt ikke forpligtet til at indberette OTC-positioner til EU-tilsynsmyndigheder([12]).

Feedback fra interessenterne og vurdering

Hvad angår harmonisering af indberetningen, var mere end halvdelen af respondenterne enige om, at indberetningen, f.eks. af transaktioner, i henhold til REMIT II og MiFID II/MiFIR/EMIR bør forenkles, og at dobbeltindberetning bør afskaffes. De understregede imidlertid, at indberetningsreglerne på det finansielle område og energiområdet tjener forskellige formål og har særlige karakteristika, og advarede mod øjeblikkelige ændringer af de respektive indberetningsordninger, også i betragtning af de gennemførelsesomkostninger, som sådanne ændringer kan medføre. På grund af de omkostninger, der kan opstå i denne proces, mente deltagerne, at der bør foretages en konsekvensvurdering og en cost-benefit-analyse, før man tager hul på harmoniseringen. Ni repræsentanter fra branchen, herunder tre markedspladser og en sammenslutning af børser, som gik ind for harmonisering, slog kraftigt til lyd for en gradvis, trinvis tilgang, hvor dataudvekslingen mellem reguleringsmyndighederne først forbedres, før der overvejes en gennemgribende revision af de eksisterende indberetningskrav. Flere respondenter fra tilsyns- og reguleringssiden foreslog, at der bør findes fælles datafelter for indberetning i både energi- og finansdata, herunder anvendelse af fælles entydige identifikatorer baseret på globale standarder.

Kommissionen konstaterer, at en omlægning af indberetningsstandarderne, selv om den sandsynligvis vil give langsigtede fordele i form af en forenklet ramme, medfører ændringer af indberetningsformaterne og dermed tilpasningsomkostninger på kort sigt. Desuden kan dette komplicere indberetningen af andre derivatklasser i henhold til EMIR, da indberetning efter EMIR ikke er begrænset til råvarederivater.

Interessenterne havde delte meninger om tanken om at oprette en centraliseret mekanisme til dataindsamling. Halvdelen af respondenterne var af den opfattelse, at en sådan centraliseret mekanisme kunne lette indberetningen, forudsat at den bygger på den eksisterende infrastruktur og ikke indfører nye datakrav eller yderligere lag af kompleksitet eller omkostninger. Den anden halvdel frygtede derimod gennemførelsesomkostninger og pegede på markedernes iboende forskellige karakteristika, som berettiger de forskellige indberetningsordninger, der gælder i dag. To tilsynsmyndigheder erklærede, at en

([12]) Medmindre de handler via et EU-investeringsselskab, i hvilket tilfælde investeringsselskabet indberetter på deres vegne.

centraliseret indberetningstilgang ville give kompetente nationale myndigheder, nationale regulerende myndigheder, ESMA og ACER adgang til det samme omfattende og konsoliderede datasæt og dermed give dem et komplet tilsynsmæssigt billede af både de fysiske markeder og derivatmarkederne.

Selv blandt dem, der gik ind for en sådan centraliseret mekanisme, blev der fremsat alternative forslag om i det finansielle regelsæt at bygge på og afspejle de eksisterende bestemmelser i REMIT II, som fastsætter omfattende mekanismer for samarbejde og informationsudveksling mellem forskellige tilsynsmyndigheder, for at forbedre dataflowet mellem ACER og de finansielle myndigheder (og omvendt) som en mere omkostningseffektiv løsning. En sådan tilgang ville også gøre det muligt at undgå ad hoc-anmodninger. Interessenterne var derfor mere åbne over for tanken om at forbedre dataudvekslingen mellem tilsynsmyndighederne end over for at indføre en helt ny mekanisme. Kommissionen er enig i, at en mere systematisk og institutionaliseret dataudveksling mellem finansielle tilsynsmyndigheder og energitilsynsmyndigheder samt gensidig adgang til data ville være særdeles ønskelig.

Ved overvejelser om ændringer af reglerne om gennemsigtighed før og efter handel (navnlig hvad angår handelsaktivitet på multilaterale handelsfaciliteter (MHF'er) og organiserede handelsfaciliteter (OHF'er)) var 70 % af respondenterne imod enhver ændring af de gældende regler med henvisning til risikoen for, at deltagernes afdækningsstrategier kunne blive afsløret, og til råvaremarkedernes særlige karakter. Nogle respondenter påpegede, at råvarederivater, der handles på MHF'er og OHF'er, før revisionen af MiFIR([13]) var omfattet af gennemsigtighed før og efter handel netop i kraft af, at de blev handlet på disse markedspladser. I revisionen blev det konkluderet, at anvendelsesområdet for gennemsigtighedskravene for derivater ikke bør baseres på begrebet "handles på en markedsplads" på grund af disse kontrakters manglende fungibilitet. Respondenterne fastholdt, at gennemsigtighedskrav kun bør gælde for derivater, der er tilstrækkeligt standardiserede til, at de data, der offentliggøres om dem, er meningsfulde for markedsdeltagerne. Kommissionen konstaterer, at handelsaktiviteten i råvarederivater under alle omstændigheder i øjeblikket er marginal på OHF'er (0,3 % af de handlede mængder i 2024)([14]) og ikke forekommer på MHF'er([15]).

44 ud af 48 respondenter, der udtalte sig om dette emne, var imod, at data om børshandlede råvarederivater før og/eller efter handelen blev medtaget i den konsoliderede løbende handelsinformation. Mange af dem bemærkede, at børshandlede derivater i modsætning til OTC-derivater handles på regulerede markeder, hvilket betyder, at priser og handelsmængder allerede er offentligt tilgængelige, og at handelsaktiviteten er koncentreret på et meget lille antal regulerede markeder (hvilket begrænser merværdien af konsolideret løbende handelsinformation for denne aktivklasse). Kun fire deltagere fra energisektoren støttede tanken om at medtage data før og/eller efter handelen om børshandlede råvarederivater i den konsoliderede løbende handelsinformation.

Konklusioner på Kommissionens vurdering

([13]) Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2024/2809 af 23. oktober 2024 om ændring af forordning (EU) 2017/1129, (EU) nr. 596/2014 og (EU) nr. 600/2014 med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder.

([14]) Dette skyldes også, at fysisk afregnede kontrakter, der handles på OHF'er, er undtaget fra finanslovgivningen og derfor ikke anses for finansielle instrumenter ("C6 carve-out-produkter").

([15]) Kilde: ESMA-data.

Kommissionen konstaterer, at de nuværende rammer for indberetning af råvarederivater er komplekse. Dette gælder navnlig energiråvarederivater, idet både det underliggende spotmarked og energiderivater er underlagt særlige indberetningsforpligtelser i henhold til REMIT II, mens sidstnævnte også indberettes efter det finansielle regelsæt (i modsætning til andre typer råvarederivater, som kun indberettes i henhold til finanslovgivningen). Selv om REMIT II, som nævnt ovenfor, indeholder bestemmelser, der skal forhindre dobbeltindberetning, kan der stadig være mulighed for at øge effektiviteten i de eksisterende indberetningsprocesser.

Selv om harmonisering af indberetningsstandarder og forenkling af indberetningskravene ville bidrage til at forenkle de relevante regelsæt, mindske byrden for virksomhederne og rationalisere de data, som tilsynsmyndighederne anvender, ville det kræve en grundig vurdering af de nødvendige ændringer af den relevante lovgivning og af de dermed forbundne omkostninger for både markedsdeltagere og tilsyns-/reguleringsmyndigheder. På samme måde ville etableringen af en fælles indberetningsmekanisme, selv om det overordnet set er et ønskeligt slutresultat, kunne give anledning til betydelige udfordringer med hensyn til gennemførelsesomkostninger og den potentielle vanskelighed ved at skelne mellem indberetning af råvarederivater og indberetning af andre derivater.

Inden for rammerne af en mulig gradvis tilgang kunne kortsigtede foranstaltninger til at lette dataudvekslingen mellem myndighederne og forbedre datasættenes interoperabilitet undersøges. Dette kunne omfatte institutionalisering af dataudvekslingen mellem finansielle tilsynsmyndigheder og energitilsynsmyndigheder, således at der gives systematisk adgang til de respektive tilsynsdata, hvorved behovet for ad hoc-anmodninger om adgang bortfalder. Kommissionen kunne også undersøge muligheden for at indføre formater for entydige identifikatorer for transaktioner, der indberettes efter både det finansielle regelsæt og energiregelsættet.

Endelig er Kommissionen for så vidt angår krav om gennemsigtighed før og efter handel af den opfattelse, at den nuværende ramme sikrer et tilstrækkeligt niveau af offentlig information, og at der derfor ikke er behov for ændringer på dette punkt. Disse konklusioner gælder også for emissionskvoter og derivater deraf.

3. UNDTAGELSEN FOR ACCESSORISKE AKTIVITETER

Rolle og funktion

Markederne for råvarederivater er kendetegnet ved omfattende deltagelse af enheder, hvis hovederhverv ikke består i at levere finansielle tjenesteydelser, men som er afhængige af derivatmarkeder for at afdække deres positioner på de underliggende fysiske markeder eller i nogle tilfælde udnytte markedsbevægelser til at skabe fortjeneste.

De ikkefinansielle enheder udgør ca. to tredjedele af markedsdeltagerne på futuresmarkedet for naturgas([16]) og ca. 60 % af markedsdeltagerne på futuresmarkedet for hvede([17]) målt på de positioner, de besidder på deres respektive markeder. Nogle ikkefinansielle enheder fungerer desuden som prisstillere og kan også være aktive på både de fysiske markeder/spotmarkeder og derivatmarkederne. Undtagelsen for accessoriske

([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?.

aktiviteter, der er fastsat i artikel 2, stk. 1, litra j), i MiFID II, fritager i øjeblikket visse ikkefinansielle markedsdeltagere, der handler med råvarederivater, fra kravet om at opnå en tilladelse efter MiFID II (og de dertil knyttede overholdelseskrav), hvis denne handelsaktivitet udføres for egen regning og ikke er knyttet til udførelsen af kundeordrer, eller hvis de yder investeringsservice i råvarederivater eller emissionskvoter eller derivater heraf til kunderne eller leverandørerne i deres hovederhverv, forudsat at aktiviteten anses for at være "accessorisk" i forhold til deres hovederhverv, enten individuelt eller på aggregeret grundlag.

Der anvendes tre alternative kriterier efter MiFID II til at afgøre, om en virksomheds aktivitet er accessorisk i forhold til dens hovederhverv. Det er tilstrækkeligt at opfylde ét af disse kriterier for at være omfattet af undtagelsen:

- *minimumskriteriet* for enheder, hvis udestående nominelle nettoeksponering i råvarederivater eller emissionskvoter eller derivater heraf med henblik på kontant afregning, der handles i EU, eksklusive råvarederivater eller emissionskvoter eller derivater heraf, der handles på en markedsplads, ligger under en årlig tærskelværdi på 3 mia. EUR

- *handelskriteriet*, for enheder, hvor omfanget af aktiviteter vedrørende råvarederivater udgør 50 % eller mindre af den samlede størrelse af de øvrige handelsaktiviteter på koncernniveau

- *kriteriet vedrørende investeret kapital*, for enheder, hvis anslåede kapital, der anvendes til at udføre deres aktiviteter vedrørende råvarederivater, udgør højst 50 % af den kapital, der på koncernniveau anvendes til at udføre hovederhvervet.

Det bør bemærkes, at alle ovennævnte tærskler udelukker handelsaktivitet, der er knyttet til afdækning.

At blive anset for et investeringsselskab i henhold til MiFID II har vidtrækkende konsekvenser. Det indebærer ikke blot, at de organisatoriske og operationelle krav i MiFID II (og kompetente nationale myndighedernes dertil knyttede tilsynsrolle og sanktionsbeføjelser) gælder, men medfører også, at den pågældende kvalificeres som finansiel modpart i henhold til forordning (EU) nr. 648/2012 (EMIR), navnlig med de tilknyttede krav om udveksling af bilaterale marginer ved handel med derivater, samt anvendelsen af det tilsynsmæssige regelsæt i henhold til forordning (EU) 2019/2033 (forordningen om tilsynsmæssige krav til investeringsselskaber) og direktiv (EU) 2019/2034 (direktivet om tilsyn med investeringsselskaber), herunder de tilhørende kapital- og likviditetskrav. Det bør dog bemærkes, at en række centrale krav i det finansielle regelsæt finder anvendelse på alle enheder, uanset om de kategoriseres som investeringsselskaber. Dette omfatter krav vedrørende markedsmisbrug, positionslofter og indberetning i henhold til EMIR.

I 2021 blev der med genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne indført flere ændringer for at mindske noget af den administrative byrde, som erfarne investorer møder i deres forretningsforbindelser med andre virksomheder, og for at spirende råvaremarkeder kan udvikle sig yderligere, opnå større markedsdybde og forbedre deres likviditet. Direktiv (EU) 2021/338 forenklede kriteriet for undtagelsen for accessoriske aktiviteter ved indførelsen af ovennævnte eksponeringsbaserede minimumstærskel. Forpligtelsen for markedsdeltagere til hvert år at underrette om, at de opfylder kriterierne for undtagelsen

for accessoriske aktiviteter, blev ophævet og erstattet af en mulighed for, at kompetente nationale myndigheder kan kræve oplysninger ad hoc.

Andre jurisdiktioner, såsom USA og Det Forenede Kongerige, har også regler, der skal forhindre, at enheder, som handler råvarederivater som accessorisk aktivitet, bliver omfattet af finanslovgivningen. I USA fritager undtagelsen *Swap Dealer De Minimis Exception* enheder, hvis bruttoaktivitet som swaphandler ikke overstiger 8 mia. USD over en 12-månedersperiode, fra at skulle registrere sig hos CFTC. Den amerikanske undtagelse omfatter kun handelsaktivitet for en kunde og udelukker enhver handelsaktivitet for egen regning fra beregningen af tærsklen. Der er på nuværende tidspunkt ingen tegn på, at andre større jurisdiktioner har til hensigt at skærpe det, der i praksis svarer til undtagelsen for accessoriske aktiviteter.

Endelig henviser Draghirapporten til de potentielle fordele ved at bringe store markedsdeltagere, navnlig på energiområdet, ind under ordningen for investeringsselskaber for at øge markedsgennemsigtigheden og mindske risikoen for misbrug.

Feedback fra interessenterne og vurdering

I interessenthøringen blev alle relevante aspekter af, hvordan undtagelsen for accessoriske aktiviteter fungerer, undersøgt grundigt, såsom værdien af undtagelsen som sådan, hensigtsmæssigheden af de tre kriterier og metodernes egnethed (f.eks. brutto- kontra nettobaserede tærskler).

Interessenterne pegede konsekvent på betydningen af undtagelsen for accessoriske aktiviteter for at sikre fortsat deltagelse af overvejende ikkefinansielle aktører på råvaremarkederne. Interessenterne gjorde gældende, at undtagelsen ikke alene var nødvendig for, at sådanne enheder i tilstrækkelig grad kunne afdække deres kommercielle eksponeringer og planlægge deres aktiviteter effektivt, men også for at bevare markedsdybden på Unionens markeder for råvarederivater. Respondenterne pegede også på merværdien af handelsaktiviteter uden afdækningsformål, herunder fra ikkefinansielle virksomheder omfattet af undtagelsen for accessoriske aktiviteter, idet disse bidrager til markedsdybde og likviditet, reducerer koncentrationen og bidrager til prisdannelsen ved at tilføre markedet ekspertindsigt.

Interessenterne støttede næsten enstemmigt behovet for at bevare reguleringsmæssig stabilitet på dette område efter de ændringer, der blev gennemført i 2021 med genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne. Forslag om at forenkle kriteriet, f.eks. ved kun at fokusere på handel for egen regning, som det ses i andre jurisdiktioner, samt forslag om at skærpe kriteriet blev afvist af lignende grunde med henblik på at bevare reguleringsmæssig stabilitet.

Samlet set viste interessenthøringen, at en skærpelse af undtagelsen for accessoriske aktiviteter ville få vidtrækkende konsekvenser for driften af virksomheder, der i øjeblikket er omfattet af undtagelsen for accessoriske aktiviteter. Dette synspunkt blev i vid udstrækning delt af repræsentanter for industrien og tilsynsmyndigheder. De vigtigste omkostningsfaktorer, der blev nævnt, var:

i) tilsynsmæssige forpligtelser som følge af anvendelsen af kapital- og likviditetskravene i forordningen/direktivet om tilsyn med investeringsselskaber

ii) marginkrav for OTC-handler som følge af en omklassificering til finansielle modparter i henhold til EMIR samt
iii) samlede overholdelsesomkostninger i forbindelse med MiFID II-kravene.

Respondenterne i høringen, herunder tre offentlige myndigheder, gav udtryk for bekymring for, at en skærpelse af betingelserne for undtagelsen for accessoriske aktiviteter kunne medføre en kraftig stigning i driftsomkostningerne eller vanskeligheder med at styre risici på passende vis (f.eks. på grund af forværrede markedsforhold, se nedenfor). Kommissionen anerkender, at sådanne ændringer kan føre til yderligere overholdelsesomkostninger og på grundlag af de gældende tilsynsregler til yderligere kapitalmæssige begrænsninger af tilsynsmæssige hensyn. Selv om disse forhold bør vurderes i lyset af de forventede fordele, og selv om en skærpelse af undtagelsen for accessoriske aktiviteter teoretisk set kunne reducere risikobetonede handelsaktiviteter ved at begrænse de handelsaktiviteter uden afdækningsformål, som dem, der nu er omfattet af den, udøver, bemærkede respondenterne, at denne situation alligevel kan medføre en risiko for, at visse virksomheder, som i øjeblikket ikke er underlagt adfærdsregler på det finansielle område og tilsynsmæssige regler, kan forlade disse markeder. En betydelig tilbagetrækning af eksisterende virksomheder kan, medmindre de erstattes af nye markedsdeltagere, føre til en reduktion af råvaremarkedernes dybde, likviditet og effektivitet, hvilket resulterer i mere koncentrerede markeder, højere omkostninger og mindre pålidelig afdækning. Flere interessenter bemærkede, at disse øgede omkostninger, hvad enten de var direkte eller skyldtes ufuldstændig afdækning, i sidste ende kunne blive overvæltet som højere råvarepriser for slutkunderne.

Høringen skulle også vurdere, om interessenterne mente, at tilsynsmæssige krav kunne have afbødet det likviditetspres, som nogle markedsdeltagere oplevede under energikrisen i 2022 og den dermed forbundne periode med en kraftig stigning i marginindbetalingskrav. Alle de interessenter, der svarede, bortset fra én, mente, at sådanne krav ikke ville have lettet situationen og endda kunne have forværret den ved yderligere at begrænse adgangen til likviditet.

Nogle interessenter påpegede, at flere centrale bestemmelser vedrørende handel med råvarederivater, såsom regler om markedsmisbrug, positionsrapportering og positionslofter samt indberetning i henhold til EMIR, finder anvendelse uanset råvarehandlernes reguleringsmæssige status. Disse interessenter satte spørgsmålstegn ved nødvendigheden og merværdien af at kræve, at råvarehandlere opnår status som fuldt ud regulerede investeringsselskaber. Kun tre af de 73 respondenter, der gav feedback om dette punkt, var åbne over for tanken om at revidere ordningen med undtagelsen for accessoriske aktiviteter, og kun én af dem opfordrede udtrykkeligt til en reform. To offentlige myndigheder (fra samme medlemsstat) bemærkede, at hvis undtagelsen for accessoriske aktiviteter revideres, bør der indføres et skræddersyet tilsynsmæssigt regelsæt for råvarehandlere, der tager højde for deres særlige risikoprofiler og forretningsmodeller. Kommissionen bemærker, at respondenterne for så vidt angår tilsynet med markedsadfærd og markedsovervågning ikke har fremsat nogen argumenter for, at en skærpelse af undtagelsen for accessoriske aktiviteter ville styrke markedernes integritet.

Kommissionen bemærker, at mange deltagere fandt, at en skærpelse af undtagelsen for accessoriske aktiviteter ville stille EU's markedsdeltagere på råvaremarkederne konkurrencemæssigt ringere end deres globale modparter, navnlig fordi andre jurisdiktioner anvender mere fleksible lovgivningsmæssige rammer.

Hvad angår opbygningen og funktionen af de tre kriterier, viste høringen, at alle tre kriterier er værdifulde og anvendes af respondenterne. Dette gælder, selv om Kommissionen har den opfattelse, at ingen enhed, der i øjeblikket er omfattet af undtagelsen for accessoriske aktiviteter, ikke ville opfylde minimumskriteriet. Interessenterne fandt, at en ændring eller fjernelse af et af disse kriterier ville medføre tilpasningsomkostninger for markedsdeltagere, som allerede har indført systemer og procedurer for at overholde det kriterium, de har valgt.

Interessenterne fandt ligeledes, at eventuelle ændringer af metoderne til beregning af de relevante tærskler ville kræve unødige tilpasninger. Respondenterne anså navnlig en overgang til en tærskel baseret på bruttohandelsaktivitet, som i USA, og baseret på den samlede handelsaktivitet, for uforenelig med den risikobaserede tilgang i MiFID II, som bedst afspejles i en tærskel baseret på nettohandelsaktivitet.

Endelig var mere end halvdelen af respondenterne, hvad angår afskaffelsen af de årlige underretninger fra råvarederivathandlere om overholdelse af tærsklerne for undtagelsen for accessoriske aktiviteter, af den opfattelse, at ændringen i genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne har reduceret administrative byrder og bureaukrati. Flere respondenter understregede, at kompetente nationale myndigheder fortsat kan anmode om oplysninger ad hoc ud over de oplysninger, der allerede gives på grundlag af indberetningen i henhold til MiFID II og EMIR. Nogle respondenter foreslog imidlertid at overveje én indledende underretning til én enkelt kompetent national myndighed eller ESMA for at føre et EU-dækkende register over enheder, der er aktive på markederne for råvarederivater. En sådan underretning ville ikke være uforholdsmæssigt byrdefuld for virksomhederne og kunne give tilsynsmyndighederne et samlet overblik over markedsdeltagerne (navnlig hvis den ledsages af en underretning fra virksomheder, der ophører med deres aktivitet på markederne for råvarederivater).

Konklusioner på Kommissionens vurdering

På grundlag af interessenternes tilbagemeldinger er der ikke fremkommet væsentlige forhold, som tyder på, at undtagelsen for accessoriske aktiviteter ikke fungerer tilfredsstillende. Det fremgår ligeledes af denne feedback, at en ændring af undtagelsen for accessoriske aktiviteters anvendelsesområde og funktion kan få betydelige og vidtrækkende konsekvenser og potentielt påvirke EU-virksomheders konkurrenceevne på markederne for råvarederivater. På nuværende tidspunkt tyder interessenternes tilbagemeldinger ikke på, at det haster med at ændre undtagelsen for accessoriske aktiviteter. Kommissionen bemærker i denne forbindelse, at der allerede findes regler for adfærd, navnlig om markedsmisbrug og positionslofter, uanset om handelsenheder har status som investeringsselskaber.

Hvis det senere overvejes at foretage en revision af undtagelsen for accessoriske aktiviteter, som kunne medføre, at flere enheder bliver underlagt tilladelse og tilsyn som investeringsselskaber, synes et skræddersyet tilsynsmæssigt regelsæt, der svarer til risikoprofilen for virksomheder, der opererer på markederne for råvarederivater, at være mere hensigtsmæssigt. Uanset ovenstående kunne Kommissionen, som foreslået af nogle interessenter, overveje, at alle enheder, der er aktive på markederne for råvarederivater, bør foretage én underretning til de kompetente nationale myndigheder i forbindelse med påbegyndelse og ophør af aktiviteter for at gøre markedsdeltagernes identitet mere synlig for tilsynsmyndighederne. Dette gælder også for virksomheder, der er aktive inden for handel med emissionskvoter eller derivater deraf.

4. POSITIONSLOFTER, POSITIONSFORVALTNINGSKONTROLLER OG POSITIONSRAPPORTERING

Rolle og funktion for positionslofter og positionsforvaltningskontroller

Positionslofter er et grundlæggende element i de regler, der regulerer handel med råvarederivater i EU. De begrænser størrelsen af den nettoposition, som en person til enhver tid kan have i visse råvarederivatkontrakter, med det dobbelte formål at i) sikre korrekt handel og afvikling og ii) forebygge markedsmanipulation.

Positionslofter fastsættes af kompetente nationale myndigheder efter principperne i delegeret forordning (EU) 2022/1302 og efter en udtalelse fra ESMA. Positionslofter finder anvendelse på børshandlede derivater og økonomisk tilsvarende OTC-kontrakter. De finder ikke anvendelse på emissionskvoter og derivater af emissionskvoter. De finder ikke anvendelse på "C6 carve-out-kontrakter", da sådanne instrumenter falder uden for finanslovgivningen.

Den oprindelige ordning for positionslofter, der blev indført ved MiFID II, havde vist sig at være alt for restriktiv. Genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne lempede derfor i 2021 ordningen betydeligt for at støtte udviklingen af og øge markedsdybden på markederne for råvarederivater. Genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne har især:

- reduceret omfanget af de kontrakter, der er underlagt positionslofter, således at den kun omfatter landbrugsråvarederivater og kritiske eller væsentlige ikkelandbrugsråvarederivater, idet kontrakter anses for væsentlige eller kritiske, når det gennemsnitlige antal åbne positioner over et år mindst udgør 300 000 partier

- udvidet undtagelsen for risikoafdækning til positioner, der indtages af finansielle enheder, som indgår i en overvejende kommerciel (dvs. ikkefinansiel) koncern

- udvidet undtagelsen til at omfatte positioner, der hidrører fra transaktioner, som er indgået for at opfylde forpligtelser til at tilføre likviditet på en markedsplads.

På nuværende tidspunkt er tre ikkelandbrugsråvarederivatkontrakter underlagt et positionsloft: TTF-derivatkontrakten, der handles på ICE Endex og European Energy Exchange (EEX), THE-derivatkontrakten, der handles på EEX og ICE Endex, og German Power Base-kontrakten, der handles på EEX.

Personer, der besidder positioner, som opfylder betingelserne, og som ønsker at gøre brug af en af de ovennævnte undtagelser, skal indsende en formel anmodning til den kompetente nationale myndighed, der fastsætter positionsloftet for den pågældende råvarederivatkontrakt.

Ved vurderingen af, om ordningen for positionslofter fungerer hensigtsmæssigt, bør det tages i betragtning, at markedspladser i andre jurisdiktioner generelt spiller en større rolle i udformningen, anvendelsen og overvågningen af positionslofter. Eksempelvis kan markedspladser i USA for kontrakter, der ikke er underlagt føderale positionslofter fastsat af Commodity Futures Trading Commission (CFTC), selv fastsætte positionslofterne. På samme måde spiller markedspladser en større rolle ved meddelelse af undtagelser for

risikoafdækning og andre undtagelser til markedsdeltagere, idet de anvender de betingelser, der er fastsat i CFTC's afgørelse.

Positionslofter suppleres af positionsforvaltningskontroller, som kræver, at markedspladser har ordninger til at overvåge markedsdeltagernes åbne positioner og sikre korrekt handel på deres markedsplads. Kravet om at etablere positionsforvaltningskontroller har et bredere anvendelsesområde og gælder for alle positioner i råvarederivater, uanset om kontrakten er underlagt et positionsloft. Det omfatter alle typer positioner, herunder positioner, der er indgået med henblik på risikoafdækning. Formålet med positionsforvaltningskontroller er at sætte markedspladser i stand til at opdage, om store, koncentrerede positioner, der kan resultere i prisforvridning, markedsmanipulation eller andet misbrug i forbindelse med handler, er ved at blive opbygget. I henhold til artikel 57, stk. 8, i MiFID II skal kontrollen som minimum omfatte beføjelser til at:

- overvåge åbne positioner
- indhente omfattende oplysninger om de indgåede positioner, herunder, men ikke begrænset til, positionens størrelse og formålet med at indgå den
- bringe positionen til ophør eller reducere den
- kræve, at indehaveren af positionen i visse situationer fører likviditet tilbage på markedet.

For kontrakter, der kan afvikles ved fysisk levering, indførte Kommissionens delegerede forordning (EU) 2022/1299 om supplerende regler til MiFID II([18]) en forpligtelse til at fastsætte ansvarlighedsniveauer, hvis formål er at indlede en dialog med indehaveren af positionen, hvis visse kvalitative eller kvantitative tærskler overskrides. Markedspladser skal meddele deres kompetente nationale myndigheder alle detaljer vedrørende deres positionsforvaltningskontrol, herunder antallet af tilfælde, hvor ansvarlighedsniveauerne er nået.

Endelig omfatter positionsrapportering i henhold til artikel 58, stk. 3, i MiFID II en forpligtelse for markedsdeltagerne til at indsende oplysninger om positioner til markedspladserne. Et af formålene med dette krav er at give markedspladserne de nødvendige oplysninger til at udføre deres mandat vedrørende positionsforvaltning. Markedsdeltagerne skal således indgive nærmere oplysninger til de markedspladser, hvor de handler, om de positioner, som de besidder i de kontrakter, der handles på den pågældende markedsplads. De oplysninger, der indgives til markedspladserne, omfatter imidlertid ikke positioner i tilsvarende kontrakter, der handles på andre markedspladser, eller positioner i OTC-kontrakter, der vedrører samme underliggende aktiv. Det bør bemærkes, at den britiske Financial Conduct Authority (FCA) for nylig undersøgte muligheden for at udvide omfanget af de kontrakter, som markedsdeltagerne skal indberette til markedspladserne, men konkluderede, at en sådan foranstaltning ville være uforholdsmæssigt byrdefuld for markedsdeltagerne. I stedet besluttede FCA, at markedspladser som led i deres mandat vedrørende positionsforvaltningskontrol skulle tildeles beføjelse til at anmode om oplysninger om positioner i et bredere sæt af OTC-

([18]) Delegeret forordning – 2022/1299 – DA – EUR-Lex.

kontrakter, når sådanne positioner udgør en risiko for en fair og korrekt handel på deres markeder([19]).

Feedback fra interessenterne og vurdering

I den målrettede høring, som Kommissionen gennemførte, blev interessenternes synspunkter om et lang række spørgsmål vedrørende positionslofter, positionsforvaltningskontrol og -rapportering indhentet.

- *Positionslofter*

Et klart flertal af respondenterne, herunder tilsynsmyndigheder og offentlige myndigheder, mente, at den nuværende ordning for positionslofter fungerer tilfredsstillende og har nået sine mål om at bidrage til forebyggelse af markedsmisbrug og sikre korrekt handel. Interessenterne fremhævede, at reformen med genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne har gjort det muligt at afbøde de tidligere konstaterede negative virkninger på markedsdybde og likviditet og gjort foranstaltningen mere målrettet, forholdsmæssig og effektiv. Generelt var interessenterne af den opfattelse, at ordningen for positionslofter i sin nuværende udformning ikke har haft nogen negativ indvirkning på markedslikviditeten eller på markedsdeltagernes mulighed for at afdække deres risici takket være en velfungerende undtagelse for risikoafdækning. Flere respondenter påpegede navnlig, at den bedre målrettede undtagelse for risikoafdækning efter genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne viste sig særlig nyttig under energikrisen og muliggjorde en effektiv risikoafdækning.

Kommissionens undersøgelse baseret på de kompetente nationale myndigheders daglige positionsdata vedrørende TTF-derivater viser, at selv om nogle markedsdeltageres positioner til tider har ligget tæt på lofterne, er sådanne positioner systematisk blevet reduceret, før de kunne overskride dem. Efter Kommissionens opfattelse viser dette, at positionslofterne fungerer tilfredsstillende og er fastsat på passende niveauer.

Kommissionen konstaterer også, at positionslofter kan bidrage til at undgå en for høj markedskoncentration. Kommissionen bemærker i den forbindelse, at koncentrationen af positioner på markedet for TTF-derivater er faldet støt, fra at de ti største deltagere tegnede sig for omkring 50 % af alle lange positioner i juli 2022, til at det ved udgangen af 2024 var omkring 35 %([20]).

De fleste respondenter, herunder de fleste offentlige myndigheder, mente, at der ikke er behov for at ændre hverken omfanget af de kontrakter, der er omfattet af positionslofter, eller de typer af positioner, der er omfattet. Respondenterne afviste også næsten enstemmigt forslaget i Draghirapporten om at differentiere positionslofter efter typer af markedsdeltagere. Kommissionen mener ikke, at der er noget påviseligt behov for yderligere at differentiere ordningen for positionslofter efter typen af markedsdeltager i betragtning af den eksisterende undtagelse for risikoafdækning i MiFID II, som allerede giver en vis fleksibilitet for ikkefinansielle virksomheder, og den ikke ubetydelige risiko for at gøre rammen unødigt kompleks.

([19]) Denne høring blev navnlig foranlediget af bl.a. de begivenheder, der fandt sted på London Metal Exchange i marts 2022, og som var knyttet til opbygningen af store positioner på OTC-markedet, som ikke var synlige for markedspladsoperatører, hvilket betød, at de ikke var i stand til at opfylde deres mandat vedrørende positionsforvaltning.

([20]) Kilde: EEX- og ICE-data for sommeren 2022 og 2024.

Nogle interessenter fra branchen bemærkede, at procedurerne for at ansøge om og få meddelt undtagelser for risikoafdækning eller likviditetstilførsel var byrdefulde. 57 % af respondenterne foreslog, at disse opgaver kunne overføres til markedspladserne. Fem markedspladser og to sammenslutninger af børser var imidlertid uenige i dette forslag. Desuden anførte to tilsynsmyndigheder, at markedspladsernes rolle ikke bør udvides til selve fastsættelsen af positionslofter, navnlig på grund af modstridende forretningsmæssige interesser mellem markedspladser, hvor samme kontrakt handles. Kommissionen ser også udfordringer ved sidstnævnte og mener derfor ikke, at man skal overveje at uddelegere opgaver vedrørende fastsættelsen af positionslofter. Ikke desto mindre synes processen for at meddele undtagelser for risikoafdækning eller likviditetstilførsel potentielt at kunne gøres mere smidig ved at uddelegere visse opgaver, såsom behandlingen af ansøgninger og valideringen af anmodninger om undtagelser, til markedspladser, navnlig hvor der ikke kræves noget eller kun begrænset skøn.

Endelig rejste to respondenter spørgsmål om anvendelsen af EU's ordning for positionslofter på positioner indgået på markedspladser i tredjelande og om den potentielle risiko for omgåelse, dette indebærer. Den gældende MiFID-ordning for positionslofter kan være behæftet med retlig usikkerhed for så vidt angår positioner, som EU-investeringsselskaber og deres kunder indtager på markedspladser i tredjelande, der tilbyder handel med økonomisk tilsvarende råvarederivatkontrakter, og for så vidt angår, i hvilket omfang sådanne positioner skal indberettes og medregnes ved anvendelsen af positionslofter, når sådanne kontrakter er underlagt positionslofter i EU. Dette kan bidrage til ulige konkurrencevilkår mellem EU-markedspladser og markedspladser i tredjelande og skabe potentielle incitamenter til at handle økonomisk tilsvarende derivater på markedspladser i tredjelande frem for på EU-markedspladser.

- *Positionsrapportering og positionsforvaltningskontrol*

For så vidt angår positionsrapportering gav alle respondenter på nær én udtryk for bekymring over eventuelle forpligtelser for markedsdeltagerne til systematisk at indberette OTC-positioner til markedspladser for at støtte deres mandat vedrørende positionsforvaltningskontrol. Respondenterne peger på en potentielt betydelig byrde og på risici for, at dette kan føre til uhensigtsmæssig deling af kommercielt følsomme oplysninger. Interessenterne anbefaler i stedet en mere effektiv anvendelse af de data, der allerede indberettes. Omkring 10 % af respondenterne (navnlig tre offentlige myndigheder) foreslog, at indberetningen af positioner i økonomisk tilsvarende OTC-kontrakter bør udvides til alle markedsdeltagere og dermed også omfatte enheder, der ikke er investeringsselskaber, navnlig med henblik på at sikre en passende håndhævelse af positionslofter.

Flere af de interessenter, der var imod systematisk rapportering af OTC-positioner til markedspladser, mente imidlertid, at markedspladserne bør have mulighed for at anmode om yderligere positionsoplysninger vedrørende et bredere sæt OTC-kontrakter, når positioner i sådanne kontrakter kan påvirke prisen på kontrakter, der handles på samme markedsplads, og kun under særlige omstændigheder, f.eks. i perioder med markedsuro eller øget risiko (i modsætning til systematisk rapportering). Kommissionen er af den opfattelse, at dette kan styrke markedspladsernes evne til at udføre deres positionsforvaltningskontrol og bidrage til overvågningen af en korrekt handel og i sidste ende beskytte markederne mod risici for den finansielle stabilitet, samtidig med at gennemførelsesomkostningerne begrænses sammenlignet med systematisk rapportering af OTC-positioner til markedspladser.

Omkring 85 % af respondenterne mente, at finansielle tilsynsmyndigheder og energitilsynsmyndigheder bør have omfattende adgang til de respektive datasæt (f.eks. bør nationale regulerende myndigheder have adgang til MiFID-/MiFIR-data, mens kompetente nationale myndigheder bør have adgang til data om C6 carve-out-produkter og spotmarkeder). Kommissionen mener, at dette vil kunne opnås gennem forbedret samarbejde og datadeling (se dataafsnittet).

Endelig var interessenternes synspunkter om en eventuel udvidelse af indberetningen af oplysninger om slutkunderne bag positioner, der besiddes af markedsdeltagere uden for EU, delte. Selv om respondenterne overordnet set, navnlig dem, der er etableret i EU, var enige om merværdien af sådanne oplysninger, påpegede tre respondenter den øgede byrde og de potentielle udfordringer ved at sikre, at markedsdeltagere uden for EU overholder reglerne. Tilsynsmyndighederne talte kraftigt for, at dette hul i rapporteringen lukkes, også for så vidt angår transaktionsdata. To finansielle tilsynsmyndigheder og én energitilsynsmyndighed understregede, at det nuværende system hindrer et effektivt tilsyn og medfører potentielle systemiske sårbarheder. Det skal bemærkes, at der i de gældende regelsæt for de vigtigste markedspladser for råvarederivater (navnlig energiderivater) allerede stilles krav om, at sådanne oplysninger gives, navnlig for at opfylde indberetningskravene i henhold til REMIT.

Konklusioner på Kommissionens vurdering

Samlet set mener Kommissionen, at den nuværende ordning med positionslofter fungerer tilfredsstillende. Der er ikke nogen tydelige beviser for, at der behov for hverken at stramme ordningen eller lempe den. Kommissionen vurderer også, at de ændringer, der blev indført med genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne, har bidraget til at øge markedsdybden på markederne for råvarederivater, navnlig i segmentet for energiderivater.

Kommissionen ser et potentiale i yderligere at undersøge betingelserne for, at markedspladser kan tildeles større, men velafgrænsede, ansvarsområder ved meddelelse af undtagelser for afdækning og tilførsel af likviditet samt eventuelle ad hoc-undtagelser med henblik på at gøre ordningen mere smidig og bedre tilpasset markedsudviklingen, samtidig med at en væsentlig overførsel af beføjelser fra tilsynsmyndighederne undgås. Der ville skulle indføres specifikke beskyttelsesforanstaltninger, såsom systematisk (men målrettet) indberetning til og regelmæssige gennemgange foretaget af kompetente nationale myndigheder, for at undgå eventuelle interessekonflikter og for at give tilsynsmyndighederne et samlet overblik over de eksisterende undtagelser. Kommissionen finder det imidlertid ikke hensigtsmæssigt at overføre beføjelsen til at fastsætte positionslofter til markedspladser.

Hvad angår anvendelsen af positionslofter på positioner indgået på markedspladser uden for EU, har Kommissionen som led i markedsintegrations- og tilsynspakken foreslået at præcisere, at positioner, som EU-investeringsselskaber og deres kunder besidder i økonomisk tilsvarende kontrakter, der handles uden for en EU-markedsplads, bør indgå i vurderingen af overholdelsen af ordningen med positionslofter i henhold til MiFID. Dette ville sikre samme behandling af positioner i kontrakter, der handles på markedspladser i EU, på markedspladser uden for EU og OTC. Denne præcisering er i overensstemmelse med de politiske mål om strategisk autonomi og EU's konkurrenceevne, som fremhæves i Draghirapporten, idet den skaber lige konkurrencevilkår på tværs af alle markedspladser, fjerner incitamenter til handel uden for EU og forhindrer mulig omgåelse af EU-reglerne.

Det sikrer også retssikkerhed for markedsdeltagerne, hvilket reducerer de omkostninger, der er forbundet med retlig usikkerhed.

For at støtte markedspladserne i opfyldelsen af deres mandat vedrørende positionsforvaltning og for at sikre fair og velordnede markeder kunne Kommissionen yderligere undersøge, på hvilke betingelser markedspladser kunne tildeles udvidede positionsforvaltningskontrolbeføjelser til på ad hoc-basis og under visse omstændigheder at anmode om oplysninger om de positioner, som deres markedsdeltagere har i et bredere udvalg af OTC-kontrakter med tilknytning til de råvarederivater, som de tilbyder til handel, samt om tilknyttede aktiver og passiver i den underliggende råvare. Denne beføjelse bør omfatte alle OTC-kontrakter, som kan påvirke prisfastsættelsen eller afviklingsvilkårene for den relevante kontrakt, der handles på en markedsplads i EU. Dette forslag ville også gøre det muligt bedre at tilpasse EU-reglerne til de konklusioner, som IOSCO har draget i en nyere rapport om regulering og tilsyn med markederne for råvarederivater([21]), hvor organisationen anbefalede, at der burde gøres yderligere arbejde for at forbedre børsernes mulighed for at indhente oplysninger om markedsdeltagernes positioner i tilknyttede OTC-råvarederivater og på de underliggende fysiske råvaremarkeder. Kommissionen mener imidlertid, at ethvert krav om, at markedsdeltagerne systematisk indberetter deres positioner på det underliggende marked og i et bredt udvalg af OTC-kontrakter til markedspladserne, ikke ville være forholdsmæssigt på grund af den byrde, som en sådan foranstaltning kunne medføre. Af samme grund synes det heller ikke hensigtsmæssigt at kræve indberetning til tilsynsmyndighederne af samtlige positioner på de underliggende markeder eller i OTC-kontrakter ud over investeringsselskabers indberetning af positioner i økonomisk tilsvarende OTC-kontrakter. Kommissionen kan ikke desto mindre med henblik på at skabe lige konkurrencevilkår mellem forskellige typer markedsdeltagere overveje, om indberetningen af positioner i økonomisk tilsvarende OTC-kontrakter kunne udvides til alle markedsdeltagere([22]) for at sikre en passende håndhævelse af positionslofterne.

Endelig kan Kommissionen overveje, i hvilket omfang et eventuelt yderligere krav om, at markedsdeltagere fra tredjelande indgiver oplysninger om slutkunder, ville være hensigtsmæssigt for at lukke hullet i den nuværende positionsrapportering.

5. KONKLUSIONER

Svarene fra interessenterne samt Kommissionens efterfølgende vurdering på grundlag af analysen af markedsudviklingen pegede ikke på et presserende behov for at foretage indholdsmæssige ændringer af de gennemgåede elementer i regelrammen for råvarederivater, selv om visse målrettede ændringer kunne overvejes i fremtiden.

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

([22]) Det vil sige ud over investeringsselskaber og ikkeinvesteringsselskaber, der foretager transaktioner gennem et investeringsselskab.