COMISIÓN
EUROPEA

Bruselas, 26.5.2026
COM(2026) 251 final

INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL CONSEJO

sobre la evaluación por la Comisión de los mercados de derivados sobre materias primas, de derechos de emisión y de derivados sobre derechos de emisión, de conformidad con el artículo 90, apartado 5, de la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II) [Directiva (UE) 2014/65], modificada en febrero de 2024

LISTA DE ABREVIATURAS.....2

1. INTRODUCCIÓN.....3

2. ASPECTOS DE LOS DATOS RELATIVOS A LOS DERIVADOS SOBRE MATERIAS PRIMAS.....4

3. EXENCIÓN DE LAS ACTIVIDADES AUXILIARES.....9

4. LIMITACIÓN DE POSICIONES, CONTROLES DE GESTIÓN DE LAS POSICIONES Y NOTIFICACIÓN DE POSICIONES.....14

5. CONCLUSIONES.....20

LISTA DE ABREVIATURAS

EAA: exención de las actividades auxiliares

ACER: Agencia de Cooperación de los Reguladores de la Energía

RDC 2022/1299: Reglamento delegado (UE) 2022/1299 de la Comisión

CFTC: Comisión de Negociación de Futuros de Productos Básicos

PRMC: paquete de recuperación de los mercados de capitales [Directiva (UE) 2021/338]

CEEE: contrato extrabursátil económicamente equivalente

Reglamento EMIR: Reglamento (UE) n.º 648/2012, sobre la infraestructura del mercado europeo

AEVM: Autoridad Europea de Valores y Mercados

UE: Unión Europea

Derechos de emisión de la UE: derechos de emisión de la Unión Europea en el marco del régimen de comercio de derechos de emisión de la UE

RCDE: régimen de comercio de derechos de emisión de la UE

Directiva ESI: Directiva relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión [Directiva (UE) 2019/2034]

Reglamento ESI: Reglamento relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión [Reglamento (UE) 2019/2033]

MiFID 2: Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (Directiva 2014/65/UE)

Reglamento MiFIR: Reglamento relativo a los mercados de instrumentos financieros [Reglamento (UE) n.º 600/2014]

ANC: autoridad nacional competente

ARN: autoridad reguladora nacional

OTC: extrabursátil

RITME: Reglamento sobre la integridad y la transparencia del mercado mayorista de la energía [Reglamento (UE) n.º 1227/2011]

TFUE: Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

TTF: mecanismo de transferencia de títulos

CN: centro de negociación

1. INTRODUCCIÓN

Los derivados sobre materias primas son instrumentos fundamentales para que los participantes en el mercado cubran sus exposiciones en los mercados de materias primas subyacentes (por ejemplo, energía, productos agrícolas o metales). Estos mercados de materias primas se caracterizan por la participación de entidades en su mayoría no financieras. Entre ellas figuran principalmente productores de materias primas físicas, empresas de servicios públicos, grandes sociedades no financieras de gran consumo de energía y operadores en materias primas físicas que dependen directamente de los mercados de derivados sobre materias primas para mitigar los riesgos que conlleva su actividad comercial.

El correcto funcionamiento de los mercados de derivados sobre materias primas cumple un papel importante para la estabilidad y la prosperidad de la economía de la UE y, por lo que respecta a los mercados de derivados energéticos, para la asequibilidad de la energía en la UE y el funcionamiento eficiente del mercado. El Pacto por una Industria Limpia[1] y el Plan de Acción para una Energía Asequible[2] de la Comisión, adoptados en febrero de 2025, ponen así de relieve el papel de unos mercados eficientes, entre ellos los mercados de derivados[3]. Además, el régimen de los derivados sobre materias primas es un componente crucial de los mercados financieros europeos, ya que proporciona a los participantes en el mercado la capacidad de gestionar riesgos e invertir en una serie de derivados sobre materias primas, como los derechos de emisión de la UE y los derivados sobre derechos de emisión. Por lo tanto, los mercados de derivados sobre materias primas en la UE están sujetos a un amplio conjunto de normas que tienen en cuenta la naturaleza específica de estos instrumentos y su importancia para la economía de la UE.

La Comisión Europea presenta este informe al Parlamento Europeo y al Consejo, de conformidad con el artículo 90, apartado 5, de la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II) (Directiva 2014/65/UE). Al elaborar el presente informe, en consonancia con el requisito establecido en el artículo 90, apartado 5, de la MiFID II, la Comisión solicitó aportaciones de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), la Autoridad Bancaria Europea (ABE) y la Agencia de Cooperación de los Reguladores de la Energía (ACER). La AEVM y la ACER presentaron las aportaciones solicitadas. La ABE informó a la Comisión Europea de que sus aportaciones sobre los mercados de materias primas requerirían un análisis más profundo, por lo que no se incluyeron en su respuesta a la petición de asesoramiento de la Comisión a efectos de los informes sobre los requisitos prudenciales aplicables a las empresas de servicios de inversión[4]. Por lo tanto, el presente informe no incorpora las aportaciones de la ABE.

La Comisión Europea también consultó a los participantes en el mercado por medio de una consulta específica que estuvo abierta durante un período de ocho semanas, de febrero a abril de 2025[5]. En total, se recibieron noventa y cuatro respuestas, de las cuales sesenta y

---

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

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

3 Tanto el Pacto por una Industria Limpia como el Plan de Acción para una Energía Asequible hacen referencia al Grupo de Trabajo sobre el Mercado del Gas creado por la Comisión, que examinó, entre otras cosas, el funcionamiento del mercado de derivados del gas.

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» [«Consulta específica sobre la revisión del funcionamiento de los mercados de derivados sobre materias primas y determinados aspectos relacionados con los mercados al contado de la energía - Finanzas», no disponible en español].

siete procedían del sector (incluidas doce bolsas y sus asociaciones) y doce de los organismos del sector público y los reguladores del mercado. Al elaborar el presente informe, la Comisión tuvo muy en cuenta dichas respuestas y revisó los datos pertinentes y las tendencias del mercado para complementar su evaluación.

De conformidad con el requisito establecido en el artículo 90, apartado 5, de la MiFID II, el informe evalúa, para cada uno de los siguientes elementos, su contribución a la liquidez y al correcto funcionamiento de los mercados europeos de derivados sobre materias primas, derechos de emisión de la UE o derivados de derechos de emisión de la UE:

a) los regímenes de límites de las posiciones y los controles de la gestión de las posiciones, sobre la base de los datos proporcionados por las autoridades competentes a la AEVM de conformidad con el artículo 57, apartados 5 y 10, de la MiFID II;

b) los elementos a que se refiere el artículo 2, apartado 4, párrafos segundo y tercero, de la MiFID y los criterios para determinar cuándo debe considerarse que una actividad es auxiliar de la principal a efectos de grupo de conformidad con el Reglamento Delegado (UE) 2021/1833 de la Comisión[2], teniendo en cuenta i) la capacidad de realizar operaciones para reducir los riesgos directamente relacionados con la actividad comercial o la actividad de financiación de tesorería; ii) la aplicación de los requisitos a partir del 26 de junio de 2026 para las empresas de servicios de inversión especializadas en derivados sobre materias primas o derechos de emisión de la UE o derivados sobre estos, tal como se establece en el Reglamento (UE) 2019/2033; iii) y los requisitos para las contrapartes financieras establecidos en el Reglamento (UE) n.º 648/2012 («Reglamento EMIR»);

c) los elementos clave para obtener un conjunto de datos armonizado sobre las operaciones realizadas por el mercado de derivados sobre materias primas por una única entidad recopiladora, y la información pertinente sobre los datos de las operaciones que debe hacerse pública y su formato más adecuado.

Además, en el informe Draghi, publicado en septiembre de 2024, se formularon determinadas propuestas de cambios en el marco regulador que rige los mercados de derivados sobre materias primas.

2. ASPECTOS DE LOS DATOS RELATIVOS A LOS DERIVADOS SOBRE MATERIAS PRIMAS

Antecedentes

La negociación de derivados sobre materias primas está sujeta a requisitos de transparencia e información en virtud de la MiFID II, el Reglamento MiFIR y el Reglamento EMIR. Estas normas no discriminan en función de la materia prima subyacente. Además, los derivados sobre materias primas energéticas también están sujetos a requisitos de notificación (aunque con disposiciones para evitar la doble comunicación) en virtud del Reglamento (UE) n.º 1227/2011 (RITME).

Si bien la comunicación de datos a los registros de operaciones en virtud del Reglamento EMIR abarca todas las operaciones con derivados sobre materias primas en las que

participe al menos una contraparte de la UE, los requisitos de comunicación de datos con arreglo a la MiFID II y el Reglamento MiFIR difieren en función del tipo de datos, de la entidad que reciba los datos notificados y de si la negociación tiene lugar en un centro de negociación. El Reglamento MiFIR también contiene detalles sobre las condiciones en que deben difundirse entre el público algunos datos de prenegociación (orden) y relacionados con las operaciones en instrumentos financieros. La MiFID II establece que los centros de negociación deben comunicar diariamente a las autoridades nacionales competentes (ANC) información sobre las posiciones en lo que respecta a los participantes en el mercado activos en su centro[6]. A su vez, los participantes en el mercado están obligados a notificar diariamente a los centros de negociación sus posiciones en contratos de derivados negociados en dicho centro[7]. Por último, las empresas de servicios de inversión deben notificar las posiciones en contratos extrabursátiles económicamente equivalentes a la ANC pertinente[8] con periodicidad diaria[9].

El RITME, modificado por el Reglamento (UE) 2024/1106 (RITME II) y el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 1348/2014 (RITME RE), introdujo requisitos de información detallados para las operaciones y las órdenes de negociación vinculadas a productos energéticos al por mayor[10].

El RITME II, que entró en vigor en mayo de 2024, estableció la obligación de establecer mecanismos de intercambio de datos entre diversos reguladores, como la ACER, la AEVM, Eurofisc, la Comisión Europea, las autoridades reguladoras nacionales (ARN), las ANC y otras autoridades pertinentes de la UE. Además, habida cuenta de que el RITME contempla los derivados energéticos como productos energéticos al por mayor, las disposiciones específicas del RITME II evitan la doble comunicación con arreglo tanto al código normativo financiero como al RITME II. De este modo, el RITME II establece que las personas que hayan notificado operaciones de conformidad con el Reglamento MiFIR o el Reglamento EMIR no deben estar sujetas a la obligación de doble comunicación en relación con dichas operaciones[11].

El marco regulador actual conlleva múltiples canales de comunicación de información y el acceso a los datos está limitado a reguladores específicos. Por ejemplo, la ACER y las ARN reciben datos sobre los productos energéticos al por mayor (además de algunos datos financieros a través del acceso a los datos de los registros de operaciones del Reglamento EMIR en el caso de los productos energéticos al por mayor que también se consideran instrumentos financieros), mientras que la ESMA y las ANC reciben datos financieros. Esta separación significa que los datos que están a disposición de los supervisores de la energía no siempre llegan a los reguladores financieros, y viceversa, lo que puede obstaculizar la supervisión cruzada de los mercados. Por ejemplo, la AEVM y las ANC carecen de acceso sistemático a los datos sobre los productos acogidos a la exclusión C6 ni sobre los productos del mercado al contado notificados a la ACER. Además, las

6 Artículo 58, apartado 1, de la MiFID II.

7 Artículo 58, apartado 3, de la MiFID II.

8 A la ANC del mercado más líquido en el caso del derivado sobre materias primas al que equivalga el contrato extrabursátil.

9 Artículo 58, apartado 2, de la MiFID II.

10 Artículo 2, apartado 4, del RITME II.

11 El artículo 6, apartado 5, del RITME RE establece además que «cuando las personas hayan comunicado los datos de las transacciones de conformidad con el artículo 26 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 o el artículo 9 del Reglamento (UE) n.º 648/2012, sus obligaciones respecto a la comunicación de dichos datos, con arreglo al artículo 8, apartado 1, del Reglamento (UE) n.º 1227/2011, se considerarán cumplidas».

diferencias en las normas de comunicación de datos entre el Reglamento MiFIR o el Reglamento EMIR y el RITME II complican la comunicación y el análisis de los datos, incluso cuando se trata de productos relacionados.

La consulta a las partes interesadas abordó diversos aspectos de los datos. Así, se examinó si la AEVM tenía acceso suficiente a los datos de las operaciones a través de las ANC. También se exploraron ámbitos en que el intercambio de información y el acceso a la información pertinente podrían mejorarse o racionalizarse y si la notificación podría armonizarse mejor en los códigos normativos financieros y energéticos. Una posible opción debatida en la consulta fue la creación de un mecanismo centralizado de recogida de datos para los contratos de contado y de derivados. La consulta también trató de aclarar si, en el contexto de un mecanismo centralizado de recogida de datos, la notificación de los datos pertinentes debían realizarla i) los registros de operaciones; ii) los mecanismos registrados para la comunicación de datos; iii) una tercera entidad que también consolidaría los datos pertinentes recibidos de los registros de operaciones y los mecanismos registrados para la comunicación de datos, garantizando la igualdad de acceso a todos los reguladores, como la AEVM, la ACER, las ARN, las ANC y la Comisión; o iv) cualquier otra entidad. Por último, la consulta incluyó preguntas sobre si el mecanismo centralizado de recogida de datos también podría servir de ventanilla única para la comunicación de datos por parte de los participantes en el mercado activos tanto en los mercados físicos o al contado de materias primas como en los mercados de derivados, aliviando así la carga de información a los operadores en materias primas. Finalmente, en la consulta se preguntó si debía considerarse un enfoque alternativo al mecanismo centralizado de recogida de datos, según el cual las ANC tendrían acceso sistemático a la base de datos de la ACER y viceversa.

Por último, en el informe Draghi de 2024 se recomendaba recoger los datos de operaciones y posiciones relacionados con los derivados energéticos extrabursátiles. La Comisión observa que el Reglamento EMIR ya contempla la comunicación de todas las operaciones con derivados, incluidas las extrabursátiles, en las que participe al menos una contraparte de la UE. Por el contrario, en lo que respecta a los datos de las posiciones, y como se señala en la sección 4 del presente informe, las entidades que no son empresas de servicios de inversión no están obligadas actualmente a comunicar las posiciones extrabursátiles a los reguladores de la UE[12].

Observaciones de las partes interesadas y evaluación

En cuanto a la armonización de la comunicación de datos, más de la mitad de los encuestados coincidieron en que debía racionalizarse la notificación, por ejemplo, de las operaciones, en el marco del RITME II y la MiFID II, el Reglamento MiFIR o el Reglamento EMIR, y en que debía eliminarse la doble comunicación. No obstante, hicieron hincapié en que cada uno de los marcos de información financiera y energética sirve a fines diferentes y tiene características únicas; advirtieron asimismo contra los cambios inmediatos en los respectivos regímenes de comunicación de datos, teniendo también en cuenta los costes de aplicación que tales cambios pueden generar. Debido a los costes que podrían generarse en este proceso, los participantes propusieron que debía llevarse a cabo una evaluación de impacto y un análisis de costes y beneficios antes de iniciar cualquier trabajo de armonización. Nueve representantes del sector, entre ellos tres centros de negociación y una asociación de bolsas partidarios de la armonización, defendieron explícitamente un enfoque gradual y paso a paso, empezando por mejorar el

[12] A menos que lleven a cabo operaciones a través de una empresa de servicios de inversión de la UE, en cuyo caso la empresa de servicios de inversión informará en su nombre.

intercambio de datos entre las autoridades reguladoras, antes de considerar la revisión de los requisitos de información existentes. Varios encuestados del ámbito de la supervisión y la regulación sugirieron que deberían encontrarse campos comunes para la comunicación de datos tanto en los datos energéticos como en los financieros, incluido el uso de identificadores únicos comunes, sobre la base de normas mundiales.

La Comisión reconoce que la revisión de las normas de comunicación de datos, si bien puede aportar beneficios a largo plazo en forma de un marco simplificado, implica cambios en los formatos de la información con los consiguientes costes de adaptación a corto plazo. Además, esto podría complicar la comunicación de datos de otras categorías de derivados en el marco del Reglamento EMIR, según el cual la comunicación no se limita a los derivados sobre materias primas.

Las partes interesadas se mostraron divididas sobre la idea de crear un mecanismo centralizado de recogida de datos. La mitad de los encuestados opinaba que dicho mecanismo centralizado podría facilitar la comunicación de datos, siempre que se basara en la infraestructura existente y no introdujera nuevos requisitos de datos o niveles adicionales de complejidad o costes. Por el contrario, la otra mitad temía los costes de aplicación y señalaba las características intrínsecamente diferentes de los mercados, lo que justifica los diferentes regímenes de comunicación de datos en vigor. Dos reguladores afirmaron que un enfoque centralizado de presentación de información daría a las ANC, las ARN, la AEVM y la ACER acceso al mismo conjunto de datos completo y consolidado, lo que les daría una visión integral de la supervisión tanto de los mercados físicos como de los de derivados.

Como alternativa, incluso entre los partidarios de este mecanismo centralizado, se formularon sugerencias para aprovechar y reflejar las disposiciones vigentes del RITME II, que prevén amplios mecanismos de cooperación e intercambio de información entre los diferentes reguladores, en el código normativo financiero para mejorar el flujo de datos entre la ACER y las autoridades financieras (y viceversa) como solución más rentable. Este enfoque también evitaría solicitudes *ad hoc*. Por lo tanto, las partes interesadas se mostraron más abiertas a la idea de mejorar el intercambio de datos entre los reguladores que a la aplicación de un mecanismo completamente nuevo. La Comisión está de acuerdo en que sería muy conveniente que el intercambio de datos fuera más sistemático y estuviera más institucionalizado y que el acceso a los datos por parte de los supervisores financieros y energéticos fuera recíproco.

Al considerar cambios en las normas de transparencia prenegociación y posnegociación —en particular, en lo que se refiere a la actividad de negociación en sistemas multilaterales de negociación (SMN) y sistemas organizados de contratación (SOC)—, el 70 % de los encuestados se opuso a cualquier modificación de las normas actuales alegando la posible exposición de los participantes con respecto a sus estrategias de cobertura y la naturaleza singular de los mercados de materias primas. Algunos encuestados señalaron que, antes de la revisión del Reglamento MiFIR[13], los derivados sobre materias primas negociados en SMN y SOC estaban sujetos a normas de transparencia prenegociación y posnegociación precisamente por negociarse en esos centros de negociación. La revisión concluyó que el alcance de la transparencia de los derivados no debe basarse en el concepto de «negociados en un centro de negociación» debido a la falta de fungibilidad de estos contratos. Los

[13] Reglamento (UE) 2024/2809 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2024, por el que se modifican los Reglamentos (UE) 2017/1129, (UE) n.º 596/2014 y (UE) n.º 600/2014 para hacer que los mercados de capitales públicos de la Unión resulten más atractivos para las empresas y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas.

encuestados afirmaron que los requisitos de transparencia deben aplicarse a los derivados que estén suficientemente normalizados para que los datos publicados en relación con ellos sean significativos para los participantes en el mercado. La Comisión reconoce que, en cualquier caso, la actividad de negociación de derivados sobre materias primas es actualmente marginal en los SOC (0,3 % de los volúmenes negociados en 2024)[14] y no existe en los SMN[15].

Cuarenta y cuatro de los cuarenta y ocho encuestados que expresaron opiniones sobre este tema mostraron su oposición a la inclusión en el servicio de información consolidada de datos pre o posnegociación acerca de derivados sobre materias primas negociables en un mercado regulado. Muchos de ellos señalaron que, a diferencia de los derivados extrabursátiles, los derivados negociables en un mercado regulado se negocian en mercados regulados, lo que significa que los precios y los volúmenes de negociación ya están disponibles públicamente, y que la actividad de negociación se concentra en un número muy reducido de mercados regulados (limitando así el valor añadido de un servicio de información consolidada para esta categoría de activos). Solo cuatro participantes del sector de la energía expresaron su apoyo a la idea de incluir datos pre o posnegociación acerca de derivados sobre materias primas negociables en mercados regulados en el servicio de información consolidada.

Conclusiones de la evaluación de la Comisión

La Comisión reconoce que el actual marco de comunicación de datos para los derivados sobre materias primas es complejo. Esto se hace especialmente patente en el caso de los derivados sobre materias primas energéticas, ya que tanto el mercado al contado subyacente como los derivados energéticos están sujetos a obligaciones de información específicas en virtud del RITME II, mientras que estos últimos también se notifican en el marco financiero (a diferencia de otros tipos de derivados sobre materias primas que solo se notifican en virtud de la legislación financiera). Si bien el RITME II contempla disposiciones para evitar la doble comunicación, como se ha mencionado anteriormente, puede seguir habiendo margen para aumentar la eficiencia de los procesos de comunicación vigentes.

Si bien la armonización de las normas de comunicación de datos y la optimización de los requisitos de información contribuirían a simplificar los marcos pertinentes, reducir la carga para las empresas y racionalizar los datos utilizados por los supervisores, requeriría una evaluación exhaustiva de las modificaciones necesarias de la legislación pertinente y de los costes asociados tanto para los participantes en el mercado como para los supervisores y reguladores. Del mismo modo, la creación de un sistema único de notificación, aunque en general sería conveniente como resultado final, podría plantear retos considerables en términos de costes de aplicación y posibles dificultades para diferenciar la comunicación de datos de derivados sobre materias primas de la de otros derivados.

Con un posible planteamiento gradual, podrían estudiarse medidas a corto plazo para facilitar el intercambio de datos entre las autoridades y mejorar la interoperabilidad de los conjuntos de datos. Entre las medidas podría incluirse la institucionalización de los intercambios de datos entre los reguladores financieros y de la energía, con un acceso

[14] Esto también se debe al hecho de que los contratos de liquidación física negociados en SOC están excluidos de la legislación financiera y, por lo tanto, no se consideran instrumentos financieros («productos acogidos a la exclusión C6»).

[15] Fuente: datos de la AEVM.

sistemático a los respectivos datos de supervisión, eliminando la necesidad de solicitudes de acceso *ad hoc*. La Comisión también podría estudiar la adopción de formatos de identificador único para las operaciones notificadas tanto con arreglo al marco financiero como al de la energía.

Por último, por lo que se refiere a los requisitos de transparencia prenegociación y posnegociación, la Comisión considera que el marco actual garantiza un nivel suficiente de información pública y, por lo tanto, no está justificada la introducción de cambios a este respecto. Las presentes Conclusiones también se aplican a los derechos de emisión de la UE y a los contratos de derivados de los derechos de emisión de la UE.

3. EXENCIÓN DE LAS ACTIVIDADES AUXILIARES

Función y competencias

Los mercados de derivados sobre materias primas se caracterizan por la participación destacada de entidades cuya actividad principal no implica la prestación de servicios financieros, pero que dependen de los mercados de derivados para cubrir sus posiciones en los mercados físicos subyacentes o, en algunos casos, aprovechan los movimientos del mercado para generar beneficios.

Las entidades no financieras representan alrededor de dos terceras partes de los participantes[16] en el mercado de futuros de gas natural y alrededor del 60 % de los participantes en el mercado de futuros de trigo[17] en términos de las posiciones que mantienen en sus respectivos mercados. Algunas entidades no financieras también actúan como creadores de mercado y pueden también operar tanto en los mercados físicos o al contado como en los de derivados. Actualmente la exención de las actividades auxiliares (EAA) establecida en el artículo 2, apartado 1, letra j), de la MiFID II exime a determinados participantes en el mercado no financieros que negocian derivados sobre materias primas del requisito de obtener una autorización de la MiFID II (y los correspondientes requisitos de cumplimiento) si esta actividad de negociación se realiza por cuenta propia y no está vinculada a la ejecución de órdenes de clientes, o si presta servicios de inversión en derivados sobre materias primas o derechos de emisión o derivados sobre estos a clientes o proveedores de su actividad principal, siempre que la actividad se considere «auxiliar» respecto a su actividad principal, ya sea de forma individual o agregada.

Se utilizan tres pruebas alternativas con arreglo a la MiFID II para determinar si la actividad de una empresa es auxiliar a su actividad principal. La realización de cualquiera de estas pruebas es suficiente para beneficiarse de la exención:

- la prueba *de minimis*, en el caso de las entidades cuya exposición nocional neta pendiente de los derivados sobre materias primas o derechos de emisión o derivados de estos para la liquidación en efectivo negociada en la Unión, excluidos los derivados sobre materias primas o los derechos de emisión o derivados de estos

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?* [«Análisis de los datos de posición de la MiFID II sobre derivados sobre materias primas: ¿quiénes son los participantes en el mercado y cuál es su peso en el segmento de derivados de cereales de MATIF?», no disponible en español].

negociados en un centro de negociación, es inferior a un umbral anual de 3 000 millones EUR;

- la prueba de *negociación*, en el caso de las entidades cuyo volumen de actividades relacionadas con derivados sobre materias primas represente el 50 % o menos del volumen total de las demás actividades de negociación del grupo;

- la prueba del *capital empleado*, en el caso de las entidades cuyo capital estimado utilizado para llevar a cabo sus actividades relacionadas con derivados sobre materias primas no represente más del 50 % del capital utilizado a nivel de grupo para llevar a cabo la actividad principal.

Cabe señalar que en todos los umbrales anteriores se excluye la actividad de negociación relacionada con la cobertura.

La calificación como empresa de servicios de inversión con arreglo a la MiFID II tiene amplias implicaciones. No solo conlleva la aplicación de los requisitos organizativos y operativos de la MiFID II (y la función supervisora y las facultades sancionadoras conexas de las ANC), sino que también implica cumplir las condiciones como contraparte financiera con arreglo al Reglamento EMIR; en particular, con los requisitos asociados en términos de intercambio de márgenes bilaterales al participar en la negociación de derivados, y la aplicación del régimen prudencial con arreglo al Reglamento (UE) 2019/2033 (Reglamento relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión) y a la Directiva (UE) 2019/2034 (Directiva relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión), incluidos los requisitos asociados de capital y liquidez. Cabe señalar, no obstante, que una serie de requisitos clave del código normativo financiero son aplicables a todas las entidades, independientemente de si se consideran empresas de inversión. Esto incluye los requisitos relativos a las prácticas de abuso de mercado, la limitación de las posiciones y la comunicación de datos con arreglo al Reglamento EMIR.

En 2021, el paquete de recuperación de los mercados de capitales (PRMC) introdujo varios cambios para reducir parte de la carga administrativa a la que se enfrentan los inversores experimentados en sus relaciones entre empresas y ofrecer oportunidades a los incipientes mercados de materias primas para seguir desarrollando, profundizando y mejorando su liquidez. La Directiva (UE) 2021/338 simplificó la prueba de la EAA mediante la introducción del mencionado umbral *de minimis* basado en la exposición. Se suprimió la obligación de los participantes en el mercado de notificar cada año su cumplimiento de los criterios de la EAA y se sustituyó por la posibilidad de que las ANC solicitaran información con carácter *ad hoc*.

Otras jurisdicciones, como los Estados Unidos y el Reino Unido, también cuentan con normas para evitar que las entidades que negocian derivados sobre materias primas como actividad auxiliar se las considere desde la perspectiva de la legislación financiera. En los Estados Unidos, la excepción *de minimis* a los intermediarios especializados en permutas (*Swap Dealer De Minimis Exception*) exime a las entidades cuya actividad bruta de negociación de permutas no supere los 8 000 millones USD durante un período de doce meses de la obligación de registrarse en la CFTC. La excepción estadounidense solo se refiere a la actividad de negociación en beneficio de un cliente y excluye del cálculo del umbral cualquier actividad de negociación por cuenta propia. En esta fase, no hay pruebas de que otras jurisdicciones importantes tengan intención de endurecer su equivalente funcional de la EAA.

Por último, el informe Draghi hace referencia a los posibles beneficios de incluir a los grandes participantes en el mercado, en particular los de la energía, en la categoría de empresa de servicios de inversión para mejorar la transparencia del mercado y reducir el riesgo de mala conducta.

Observaciones de las partes interesadas y evaluación

La consulta a las partes interesadas exploró en detalle todos los aspectos pertinentes del funcionamiento de la EAA, como la utilidad de la exención como tal, la idoneidad de las tres pruebas y la adecuación de las metodologías (por ejemplo, umbrales basados en importes brutos frente a umbrales basados en importes netos).

Las partes interesadas señalaron sistemáticamente la importancia de la EAA para garantizar la participación continua de agentes predominantemente no financieros en los mercados de materias primas. Las partes interesadas alegaron que la exención no solo era necesaria para que dichas entidades cubrieran adecuadamente sus exposiciones comerciales y planificaran sus operaciones de manera eficiente, sino también para preservar la profundidad de los mercados de derivados sobre materias primas en la Unión. Los encuestados también señalaron el valor añadido de la actividad de negociación que no corresponde a cobertura, en particular por parte de las empresas no financieras que se benefician de la EAA, al contribuir a la profundidad y la liquidez del mercado, a la reducción de la concentración y a la formación de los precios aportando información especializada al mercado.

Las partes interesadas respaldaron casi por unanimidad la necesidad de preservar la estabilidad normativa en este ámbito, tras los cambios introducidos en 2021 con el PRMC. Las sugerencias de simplificar la prueba, por ejemplo, centrándose únicamente en la negociación por cuenta propia, como se observa en otras jurisdicciones, y las sugerencias de reforzarla se rechazaron por razones similares, con el fin de mantener la estabilidad normativa.

En general, la consulta a las partes interesadas indicó que un endurecimiento de la EAA tendría consecuencias de gran alcance en el funcionamiento de las empresas que actualmente se benefician de la EAA. Esta opinión fue ampliamente compartida por los representantes del sector y los reguladores. Los principales factores determinantes de los costes detectados fueron los siguientes:

i) obligaciones prudenciales derivadas de la aplicación de los requisitos de capital y liquidez del Reglamento relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión y la Directiva relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión;
ii) los requisitos en materia de márgenes para las operaciones extrabursátiles resultantes de una recalificación como contrapartes financieras con arreglo al Reglamento EMIR; y
iii) los costes globales de cumplimiento de los requisitos de la MiFID II.

Los participantes en la consulta, incluidos tres organismos del sector público, expresaron su preocupación por el hecho de que el endurecimiento de las condiciones de la EAA pudiera suponer un fuerte aumento de los costes operativos o dificultades para gestionar adecuadamente el riesgo (por ejemplo, debido al deterioro de las condiciones del mercado, véase más adelante). La Comisión reconoce que estos cambios podrían dar lugar a costes de cumplimiento adicionales y, sobre la base de las normas prudenciales actuales, a

restricciones de capital adicionales con fines prudenciales. Si bien estos elementos deben evaluarse a la luz de los beneficios esperados, y aunque un endurecimiento de la EAA podría reducir teóricamente las actividades de negociación que asumen riesgos restringiendo las actividades de negociación que no corresponden a cobertura de sus beneficiarios actuales, los encuestados señalaron que esta situación podría plantear, no obstante, el riesgo de que algunas empresas que actualmente no están sujetas a la conducta financiera ni a la normativa prudencial puedan abandonar estos mercados. Si se produjera una salida sustancial de empresas existentes, salvo que estas se sustituyan por nuevos participantes en el mercado, podría dar lugar a una reducción de la profundidad, la liquidez y la eficiencia de los mercados de materias primas, lo que daría lugar a una mayor concentración de los mercados, mayores costes y una menor fiabilidad de la cobertura. Varias partes interesadas señalaron que este aumento de los costes, ya sea directo o debido a una cobertura imperfecta, podría repercutirse en última instancia como un aumento de los precios de las materias primas para los clientes finales.

La consulta también trató de evaluar si las partes interesadas percibían que los requisitos prudenciales podrían haber mitigado la tensión de liquidez que algunos participantes en el mercado habían experimentado durante la crisis energética de 2022 y el correspondiente período de aumento de los ajustes de los márgenes de garantía. Todas las partes interesadas que respondieron, excepto una, consideraron que tales requisitos no habrían facilitado la situación y podrían incluso haberla empeorado restringiendo aún más el acceso a la liquidez.

Algunas partes interesadas señalaron que varias disposiciones clave relacionadas con la negociación de derivados sobre materias primas, como las normas sobre abuso de mercado, comunicación de las posiciones y limitación de las posiciones, así como la comunicación de datos en el marco del Reglamento EMIR, se aplican con independencia de la situación reglamentaria de los operadores en materias primas. Estas partes interesadas cuestionaron la necesidad y el valor añadido de exigir a los operadores en materias primas que alcancen la categoría de empresa de servicios de inversión de pleno derecho. Solo tres de los setenta y tres encuestados que comentaron este punto se mostraron abiertos a la idea de revisar el régimen de la EAA. De ellos, solo uno pidió explícitamente una reforma. Dos organismos del sector público (del mismo Estado miembro) señalaron que, si se revisa la EAA, debería establecerse un régimen prudencial adaptado para los operadores en materias primas a fin de abordar sus perfiles de riesgo y modelos de negocio específicos. La Comisión observa que, en términos de la supervisión de la conducta y la supervisión del mercado, los encuestados no han presentado ningún elemento que sugiera que el endurecimiento de la EAA mejoraría la integridad de los mercados.

La Comisión observa que muchos participantes opinaban que el endurecimiento del régimen de la EAA situaría a los participantes en el mercado de materias primas de la UE en una situación de desventaja competitiva frente a sus homólogos mundiales, sobre todo al adoptar otras jurisdicciones marcos reguladores más flexibles.

En cuanto a la estructura y el funcionamiento de las tres pruebas, la consulta puso de manifiesto que las tres son valiosas y los encuestados las utilizan, pese a que la Comisión entiende que ninguna entidad que se beneficie actualmente de la EAA dejaría de superar la prueba *de minimis*. Las partes interesadas consideraron que cambiar o eliminar cualquiera de estas pruebas generaría costes de adaptación a los participantes en el mercado, que ya han aplicado sistemas y procedimientos para cumplir la prueba elegida.

Del mismo modo, las partes interesadas sostuvieron que cualquier cambio en las metodologías para calcular los umbrales pertinentes requeriría adaptaciones innecesarias. En concreto, los encuestados consideraron que pasar a un umbral basado en la actividad de negociación bruta, como el empleado en Estados Unidos, basado en la actividad de negociación global, era incompatible con el enfoque basado en el riesgo de la MiFID II, que se refleja mejor en un umbral basado en la actividad de negociación neta.

Por último, en cuanto a la supresión de las notificaciones anuales sobre el cumplimiento de los umbrales de la EAA por parte de los operadores de derivados sobre materias primas, más de la mitad de los encuestados consideran que la modificación del PRMC ha reducido las cargas administrativas y la burocracia. Varios encuestados hicieron hincapié en que las ANC aún podían solicitar información con carácter *ad hoc*, más allá de lo que ya se facilita sobre la base de comunicación de datos en el marco de la MiFID II y el Reglamento EMIR. Sin embargo, algunos encuestados sugirieron considerar la posibilidad de una notificación inicial única a una única ANC o a la AEVM para mantener un registro a escala de la UE de las entidades activas en los mercados de derivados sobre materias primas. Aunque no resulte excesivamente onerosa para las empresas, dicha notificación podría ofrecer a los supervisores una visión global de los participantes en el mercado (especialmente si va acompañada de una notificación de las empresas que cesan su actividad en los mercados de derivados sobre materias primas).

Conclusiones de la evaluación de la Comisión

Sobre la base de las observaciones de las partes interesadas, no se ha comunicado ninguna circunstancia relevante que indique que la EAA no funciona adecuadamente. Siempre sobre la base de esta información, parece que modificar el alcance y el funcionamiento de la EAA puede tener consecuencias importantes y de gran alcance, lo que podría afectar a la competitividad de las empresas de la UE en los mercados de derivados sobre materias primas. En esta fase, las respuestas facilitadas por las partes interesadas no sugieren que sean necesarios cambios urgentes en la EAA. A este respecto, la Comisión señala que las disposiciones clave de conducta, en particular las relativas al abuso de mercado y a la limitación de las posiciones, ya se aplican independientemente de la condición de las entidades de negociación como empresas de inversión.

En caso de que se contemple una revisión de la EAA en un momento posterior, lo que podría dar lugar a que más entidades estuvieran sujetas a autorización y supervisión como empresas de inversión, parece más adecuado un régimen prudencial adaptado acorde con el perfil de riesgo de las empresas que operan en los mercados de derivados sobre materias primas. No obstante lo anterior, la Comisión podría considerar, como sugieren algunas partes interesadas, que se obligue a todas las entidades activas en los mercados de derivados sobre materias primas a realizar una notificación puntual a las ANC al iniciar y cesar sus operaciones, con el fin de aumentar la visibilidad de los supervisores sobre la identidad de los participantes en el mercado. Esto también se aplica a las empresas activas en la negociación de derivados de los derechos de emisión de la UE o de los derechos de emisión de la UE.

4. LIMITACIÓN DE POSICIONES, CONTROLES DE GESTIÓN DE LAS POSICIONES Y NOTIFICACIÓN DE POSICIONES

Función y funcionamiento de la limitación de las posiciones y de los controles de la gestión de las posiciones

La limitación de las posiciones es una característica fundamental de las normas que rigen la negociación de derivados sobre materias primas en la UE. Limitan el volumen de una posición neta que una persona puede mantener en todo momento en determinados contratos de derivados sobre materias primas, con el doble objetivo de i) garantizar una negociación y liquidación ordenadas y ii) evitar la manipulación del mercado.

Las limitaciones de las posiciones son establecidas por las ANC, siguiendo los principios establecidos en el Reglamento Delegado (UE) 2022/1302 y previo dictamen de la AEVM. Los límites de las posiciones se aplican a los derivados negociables en un mercado regulado y a los contratos extrabursátiles económicamente equivalentes. No se aplican a los derechos de emisión ni a los derivados sobre derechos de emisión. No se aplican a los «contratos acogidos a la exclusión C6», ya que estos instrumentos no entran en el ámbito de aplicación de la legislación financiera.

El régimen inicial de limitación de las posiciones establecido en virtud de la MiFID II había demostrado ser excesivamente restrictivo. Por lo tanto, en 2021 el PRMC alivió considerablemente el régimen para respaldar el desarrollo y la profundización de los mercados de derivados sobre materias primas. En particular, el PRMC:

- redujo el ámbito de aplicación de los contratos sujetos a limitación de las posiciones únicamente a los derivados sobre materias primas agrícolas y a los derivados significativos o cruciales sobre materias primas no agrícolas. Los contratos se consideran significativos o cruciales cuando la magnitud de su interés abierto es de un mínimo de 300 000 lotes por término medio a lo largo de un año;

- ha ampliado la exención de cobertura a las posiciones adoptadas por entidades financieras que forman parte de un grupo predominantemente comercial (es decir, no financiero); y

- ha ampliado la exención a las posiciones resultantes de las operaciones realizadas para cumplir las obligaciones de facilitar liquidez en un centro de negociación.

Hasta la fecha, tres contratos de derivados sobre materias primas no agrícolas están sujetos a un límite de las posiciones: el contrato de derivados TTF negociado en ICE Endex y en la European Energy Exchange (EEX), el contrato de derivados negociado en la EEX y en ICE Endex, y el contrato de la German Power Base negociado en la EEX.

Las personas que mantengan posiciones cualificadas que deseen beneficiarse de una de las exenciones mencionadas deben presentar una solicitud formal a la ANC que establezca el límite de las posiciones para el contrato de derivados sobre materias primas pertinente.

La idoneidad del funcionamiento del régimen de limitación de las posiciones debe evaluarse teniendo en cuenta que, en otras jurisdicciones, los centros de negociación desempeñan un papel general más importante en la adaptación, la aplicación y el seguimiento de la limitación de las posiciones. Por ejemplo, en los Estados Unidos, en el caso de los contratos no sujetos a límites federales de las posiciones establecidos por la CFTC, los centros de negociación son libres de fijar la limitación de las posiciones como

consideren oportuno. Del mismo modo, los centros de negociación desempeñan un papel más importante a la hora de conceder exenciones de cobertura y de otro tipo a los participantes en el mercado, aplicando las condiciones establecidas en la orden de la CFTC.

Los límites de las posiciones se complementan con controles de la gestión de las posiciones, que exigen que los centros de negociación dispongan de mecanismos para supervisar las posiciones abiertas de los participantes en el mercado y garantizar una negociación ordenada en su centro. El requisito de establecer controles de la gestión de las posiciones tiene un ámbito de aplicación más amplio y se aplica a todas las posiciones en derivados sobre materias primas, independientemente de si el contrato está sujeto a un límite de las posiciones. Abarca todos los tipos de posiciones, incluidas las contraídas con fines de cobertura. El objetivo de los controles de la gestión de las posiciones es permitir a los centros de negociación detectar la acumulación de posiciones grandes y concentradas que puedan dar lugar a distorsiones de precios, manipulación del mercado u otras prácticas de negociación abusivas. De conformidad con el artículo 57, apartado 8, de la MiFID II, los controles deben incluir, como mínimo, las competencias para:

- supervisar el interés abierto;
- obtener información exhaustiva en relación con las posiciones asumidas, incluidos, entre otros, el tamaño y la finalidad de la posición;
- cancelar o reducir la posición;
- exigir al titular de la posición que vuelva a inyectar liquidez en el mercado en determinadas situaciones.

Además, en el caso de los contratos que pueden liquidarse en especie, el Reglamento Delegado (UE) 2022/1299 de la Comisión, por el que se completa la MiFID II[18], introdujo la obligación de establecer niveles de rendición de cuentas, cuyo objetivo es entablar un diálogo con el titular de la posición si se superan determinados umbrales cualitativos o cuantitativos. Los centros de negociación deben comunicar a sus ANC todos los detalles de sus controles de la gestión de las posiciones, incluido el número de casos en que se hayan alcanzado niveles de rendición de cuentas.

Por último, la comunicación de las posiciones incluye, en virtud del artículo 58, apartado 3, de la MiFID II, la obligación de los participantes en el mercado de comunicar información sobre las posiciones a los centros de negociación. Uno de los objetivos de este requisito es proporcionar a los centros de negociación la información necesaria para cumplir su mandato de gestión de las posiciones. De este modo, los participantes en el mercado están obligados a presentar a los centros de negociación en los que negocian los datos pormenorizados de sus posiciones mantenidas a través de contratos negociados en dicho centro. Sin embargo, la información presentada a los centros de negociación no incluye las posiciones en contratos idénticos negociados en otros centros, ni las posiciones en contratos extrabursátiles relacionados con el mismo activo subyacente. Cabe señalar que la Financial Conduct Authority (FCA) del Reino Unido ha estudiado recientemente la posibilidad de ampliar el alcance de los contratos que los participantes en el mercado deben comunicar a los centros de negociación, pero ha llegado a la conclusión de que tal medida sería excesivamente onerosa para los participantes en el mercado. En su lugar, la FCA decidió que se concedería a los centros de negociación la facultad, como parte de su mandato de control de la gestión de las posiciones, de solicitar información sobre

[18] Reglamento Delegado (UE) 2022/1299 de la Comisión.

posiciones en un conjunto más amplio de contratos extrabursátiles, cuando dichas posiciones supongan un riesgo para la negociación justa y ordenada de sus mercados[19].

Observaciones de las partes interesadas y evaluación

La consulta específica realizada por la Comisión recabó la opinión de las partes interesadas sobre un amplio conjunto de preguntas relativas a la limitación de las posiciones, los controles de la gestión de las posiciones y la presentación de informes.

- *Límites de las posiciones*

Una gran mayoría de los encuestados, incluidos los reguladores y los organismos del sector público, consideró que el actual régimen de limitación de las posiciones funciona adecuadamente y ha alcanzado sus objetivos de contribuir a la prevención del abuso de mercado y garantizar una negociación ordenada. Las partes interesadas destacaron el hecho de que las reformas del PRMC han permitido mitigar los efectos adversos observados anteriormente en la profundidad y la liquidez del mercado, y han hecho que la medida sea más específica, proporcionada y eficiente. En general, en el contexto actual, las partes interesadas consideraron que el actual régimen de limitación de las posiciones no ha tenido ningún efecto adverso en la liquidez del mercado ni en la capacidad de los participantes en el mercado para protegerse, gracias a una exención de cobertura que funciona correctamente. En particular, varios encuestados señalaron que la exención de cobertura posterior al PRMC mejor adaptada resultó especialmente útil durante la crisis energética, lo que permitió una cobertura eficiente.

La investigación llevada a cabo por la Comisión sobre la base de los datos diarios de posiciones de las ANC en derivados TTF muestra que, a pesar de que las posiciones de algunos participantes en el mercado a veces se acercan a los límites, dichas posiciones han disminuido de manera sistemática antes de que pudieran rebasar dichos límites. En opinión de la Comisión, esto demuestra que los límites de las posiciones funcionan adecuadamente y se han fijado en niveles adecuados.

La Comisión también observa que los límites de las posiciones pueden ayudar a evitar una concentración excesiva del mercado. A este respecto, la Comisión señala que la concentración de posiciones en el mercado de derivados TTF ha disminuido constantemente entre los diez principales participantes, que, de representar alrededor del 50 % de todas las posiciones largas en julio de 2022, han pasado a alrededor del 35 % a finales de 2024[20].

La mayoría de los encuestados, y en particular de los organismos del sector público, consideraron que no es necesario modificar el alcance de los contratos reflejado en los límites de las posiciones, ni el tipo de posiciones reflejadas. Los encuestados también rechazaron casi por unanimidad la sugerencia del informe Draghi de diferenciar los límites de las posiciones en función de los tipos de operadores. La Comisión considera que no existe ninguna necesidad perceptible de diferenciar aún más el régimen de limitación de las posiciones por tipo de participante en el mercado, dada la exención de cobertura

[19] Esta consulta se debió, entre otras cosas, a los acontecimientos ocurridos en la Bolsa de Metales de Londres en marzo de 2022, que estaban relacionados con la creación de grandes posiciones en el mercado extrabursátil que no eran visibles para los gestores de los centros de negociación, lo que obstaculizaba su capacidad para cumplir su mandato de gestión de las posiciones.

[20] Fuente: Datos EEX e ICE para el verano de 2022 y 2024.

existente en la MiFID II, que ya da cierta flexibilidad a las empresas no financieras, y el riesgo no despreciable de que el marco resulte innecesariamente complejo.

Algunas partes interesadas del sector señalaron que los procedimientos para solicitar y conceder exenciones a la cobertura o a la provisión de liquidez eran onerosos. El 57 % de los encuestados sugirió que estas tareas podrían transferirse a los centros de negociación. Sin embargo, cinco centros de negociación y dos asociaciones de bolsas se mostraron en desacuerdo con esta sugerencia. Además, dos reguladores mencionaron que el papel de los centros de negociación no debe ampliarse al establecimiento de límites de las posiciones, en particular debido a conflictos de intereses comerciales entre centros en los que se negocia el mismo contrato. La Comisión también ve dificultades en este último caso y, por lo tanto, considera que no debe preverse ninguna delegación de tareas relacionadas con el establecimiento de límites de las posiciones. No obstante, parece que el proceso de concesión de exenciones de cobertura o provisión de liquidez podría hacerse más ágil si se delegaran determinadas tareas, como la tramitación de las solicitudes y la validación de las peticiones de exención, en los centros de negociación, en particular cuando se requiere poca o ninguna discrecionalidad.

Por último, dos encuestados plantearon preguntas sobre la aplicación del régimen de limitación de las posiciones de la Unión a las posiciones adoptadas en centros de terceros países y sobre el posible riesgo de elusión que ello implica. El actual régimen de limitación de las posiciones de la MiFID puede estar sujeto a inseguridad jurídica en lo que respecta a las posiciones adoptadas por las empresas de servicios de inversión de la UE y sus clientes en centros de terceros países que negocien contratos de derivados sobre materias primas económicamente equivalentes y a la medida en que dichas posiciones deben notificarse y contabilizarse a efectos de los límites de las posiciones, cuando dichos contratos estén sujetos a limitación de las posiciones en la UE. Esto podría contribuir a unas condiciones de competencia desiguales entre los centros de negociación de la UE y de terceros países, y crear posibles incentivos para negociar con derivados económicamente equivalentes en centros de terceros países en lugar de en centros de negociación de la UE.

- *Comunicación de las posiciones y controles de la gestión de las posiciones*

Por lo que se refiere a la comunicación de las posiciones, todos los encuestados, salvo uno, expresaron su preocupación por las posibles obligaciones de los participantes en el mercado de notificar sistemáticamente las posiciones extrabursátiles a los centros de negociación para respaldar su mandato de control de la gestión de las posiciones. Los encuestados señalan que la carga podría ser considerable y que hay riesgos de que esto pueda dar lugar a un intercambio inadecuado de información delicada a efectos comerciales. Las partes interesadas recomiendan más bien un uso más eficiente de los datos notificados existentes. Alrededor del 10 % de los encuestados (en particular, tres organismos del sector público) sugirieron que la notificación de las posiciones de los contratos extrabursátiles equivalentes económicamente se ampliara a todos los participantes en el mercado y, por tanto, se aplicara a las empresas que no son de servicios de inversión, en particular con el fin de garantizar una aplicación adecuada de la limitación de las posiciones.

Sin embargo, varias de las partes interesadas que se oponen a la notificación sistemática de las posiciones extrabursátiles a los centros de negociación consideraron que estos deben tener la capacidad de solicitar información adicional sobre las posiciones en un ámbito más amplio de contratos extrabursátiles, cuando las posiciones en dichos contratos puedan

influir en el precio de los contratos negociados en el mismo centro, y solo en circunstancias específicas, como durante períodos de tensión en el mercado o de aumento del riesgo (en oposición a la notificación sistemática). La Comisión considera que esto podría mejorar la capacidad de los centros de negociación para llevar a cabo sus controles de la gestión de las posiciones y ayudar a supervisar la negociación ordenada y, en última instancia, preservar los mercados frente a los riesgos para la estabilidad financiera, limitando al mismo tiempo los costes de aplicación en comparación con la notificación sistemática de las posiciones extrabursátiles a los centros de negociación.

Alrededor del 85 % de los encuestados consideró que los supervisores financieros y energéticos deberían tener un acceso completo a sus respectivos conjuntos de datos (por ejemplo, las ARN deberían tener acceso a los datos de la MiFID o el Reglamento MiFIR sobre los mercados de instrumentos financieros, mientras que las ANC deberían tener acceso a los datos de los productos acogidos a la exclusión C6 y de los mercados al contado). La Comisión considera que esto podría lograrse facilitando la cooperación y el intercambio de datos (véase la sección de datos).

Por último, se dividieron las opiniones de las partes interesadas sobre la posible ampliación de la notificación de los beneficiarios finales de las posiciones mantenidas por participantes en el mercado que no pertenecen a la UE. Si bien, en general, los encuestados (en particular, los establecidos en la UE) estaban de acuerdo en que dicha información aporta valor añadido, tres hicieron referencia a la carga adicional soportada y a los posibles retos a la hora de garantizar el cumplimiento por parte de los participantes en el mercado que no pertenecen a la UE. Los reguladores abogaron firmemente por colmar esta laguna de información, también en lo que respecta a los datos de las operaciones. Dos reguladores financieros y un regulador de la energía hicieron hincapié en que el sistema actual dificulta que la supervisión sea adecuada y da lugar a posibles vulnerabilidades sistémicas. Cabe señalar que los actuales códigos normativos de los principales centros de negociación de derivados sobre materias primas (en particular, los derivados energéticos) ya exigen que se facilite dicha información, en particular para cumplir los requisitos de información en el marco del RITME.

Conclusiones de la evaluación de la Comisión

En general, la Comisión considera que el régimen actual de limitación de las posiciones funciona adecuadamente. No hay pruebas sólidas que apunten a la necesidad de no endurecer el régimen ni de flexibilizarlo. La Comisión también estima que las modificaciones introducidas por el PRMC han contribuido a una mayor profundización de los mercados de derivados sobre materias primas, en particular en el segmento de los derivados energéticos.

La Comisión ve potencial para seguir explorando las condiciones en las que los centros de negociación podrían tener mayores responsabilidades, aunque bien delimitadas, a la hora de conceder exenciones de cobertura y de provisión de liquidez, así como posibles exenciones *ad hoc*, con vistas a que la medida sea más ágil y responda mejor a las tendencias del mercado, evitando al mismo tiempo una transferencia sustancial de competencias de los reguladores. Sería necesario establecer determinadas salvaguardias, como la presentación sistemática (aunque selectiva) de informes a las autoridades nacionales competentes y las revisiones periódicas por parte de estas, para evitar cualquier conflicto de intereses y permitir a los supervisores tener una visión consolidada de las exenciones existentes. Sin embargo, la Comisión no considera adecuado transferir la facultad de fijar limitaciones a las posiciones a los centros de negociación.

Por lo que se refiere a la aplicación de límites de las posiciones suscritas en centros de negociación de fuera de la UE, la Comisión, como parte del paquete de integración y supervisión del mercado, ha propuesto aclarar que las posiciones mantenidas por empresas de inversión de la UE y sus clientes en contratos económicamente equivalentes negociados fuera de un centro de negociación de la UE deben contribuir a la evaluación del cumplimiento del régimen de limitación de las posiciones en virtud de la MiFID. Esto garantizaría el mismo trato para las posiciones en contratos negociados en centros de la UE, de fuera de la UE y extrabursátiles. Esta aclaración está en consonancia con los objetivos políticos de autonomía estratégica y competitividad de la UE destacados en el informe Draghi, al crear unas condiciones de competencia equitativas en todos los centros de negociación, eliminando los incentivos para la negociación fuera de la UE y evitando la posible elusión de las normas de la UE. También garantiza la seguridad jurídica de los participantes en el mercado, reduciendo los costes asociados a la inseguridad jurídica.

Para ayudar a los centros de negociación a cumplir su mandato de gestión de las posiciones y garantizar unos mercados justos y ordenados, la Comisión podría seguir explorando las condiciones en las que se podrían encomendar a los centros de negociación competencias ampliadas de control de la gestión de las posiciones para solicitar, de forma *ad hoc* y en determinadas circunstancias, información sobre las posiciones mantenidas por sus participantes en el mercado en un conjunto más amplio de contratos extrabursátiles relacionados con los derivados sobre materias primas que ofrecen para su negociación, y los activos y pasivos conexos en la materia prima subyacente. Esta facultad debe ampliarse a todos los contratos extrabursátiles que tengan la capacidad de influir en las condiciones de fijación de precios o de liquidación del contrato pertinente en el centro de negociación de la UE. Esta propuesta también permitiría adaptar mejor las normas de la UE a las conclusiones extraídas por la Organización Internacional de Comisiones de Valores en un reciente informe sobre la regulación y supervisión de los mercados de derivados sobre materias primas[21], en el que recomendaba que se siguiera trabajando para mejorar la capacidad de las bolsas de obtener información sobre las posiciones de los participantes en el mercado en derivados extrabursátiles sobre materias primas relacionados y en los mercados subyacentes de materias primas físicas. No obstante, la Comisión considera que el requisito de que los participantes en el mercado notifiquen sistemáticamente sus posiciones en el mercado subyacente y en un amplio conjunto de contratos extrabursátiles a los centros de negociación no sería proporcionado debido a la carga que tal medida podría representar. Por la misma razón, no parece adecuado notificar a los supervisores todas las posiciones en los mercados subyacentes o en los contratos extrabursátiles más allá de la notificación de las posiciones de los contratos extrabursátiles equivalentes económicamente por parte de las empresas de inversión. No obstante, para garantizar la igualdad de condiciones entre los distintos tipos de participantes en el mercado, la Comisión puede considerar si la notificación de las posiciones de los contratos extrabursátiles equivalentes económicamente podría ampliarse a todos los participantes en el mercado[22], a fin de garantizar la aplicación adecuada de los límites de las posiciones.

Por último, la Comisión podría considerar en qué medida un posible requisito adicional para que los participantes en el mercado de terceros países presenten información sobre los beneficiarios finales podría ser adecuado para colmar la laguna en la comunicación de las posiciones actuales.

---

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

22 Es decir, al margen de las empresas de servicios de inversión y de las empresas que no son de servicios de inversión que realizan operaciones a través de una empresa de servicios de inversión.

5. CONCLUSIONES

Las respuestas de las partes interesadas, así como la posterior evaluación de la Comisión basada en el análisis de las tendencias del mercado, no apuntaron a una necesidad urgente de introducir cambios sustanciales en los elementos revisados del marco de los derivados sobre materias primas, aunque en el futuro podrían considerarse algunas modificaciones específicas.