

Bruxelles, den 11.9.2017
COM(2017) 468 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET

**om behovet for midlertidigt at udelukke børshandlede derivater fra anvendelsesområdet
for artikel 35 og 36 i forordning (EU) nr. 600/2014 om markeder for finansielle
instrumenter**

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG

RÅDET

om behovet for midlertidigt at udelukke børshandlede derivater fra anvendelsesområdet for artikel 35 og 36 i forordning (EU) nr. 600/2014 om markeder for finansielle instrumenter

1. INDLEDNING

Denne rapport til Europa-Parlamentet og Rådet ("**rapporten**") indeholder en vurdering af behovet for midlertidigt at udelukke børshandlede derivater ("**ETD'er**") fra anvendelsesområdet for artikel 35 og 36 i forordning (EU) nr. 600/2014 om markeder for finansielle instrumenter ("**MiFIR**"). I henhold til artikel 52, stk. 12, skal Kommissionen aflægge rapport til Europa-Parlamentet og Rådet om behovet for midlertidigt at udelukke ETD'er fra bestemmelserne om ikke-diskriminerende adgang til centrale modparter (herefter: ("**CCP'er**") og markedspladser som omhandlet i artikel 35 og 36 i MiFIR i op til 30 måneder fra den 3. januar 2018.

I henhold til artikel 52, stk. 12, i MiFIR bør Europa-Kommissionen basere sin rapport på en risikovurdering foretaget af ESMA i samråd med ESRB og tage hensyn til de risici, der stammer fra bestemmelser om åben og ikke-diskriminerende adgang for så vidt angår ETD'er, for de finansielle markeders stabilitet og velordnede funktion i hele Unionen. I juli 2015 anmodede Kommissionen ESMA om i samarbejde med ESRB at udføre en sådan risikovurdering. ESMA afgav sin risikovurdering¹ den 31. marts 2016 på grundlag af en udtalelse fra ESRB, der blev offentliggjort den 9. februar 2016².

ESMA blev ved udførelsen af sin risikovurdering af Kommissionen anmodet om at: i) identificere potentielle risikofaktorer og vurdere deres sandsynlighed samt omfanget af de skadelige virkninger for de finansielle systemer, ii) vurdere eksistensen af en systemisk risiko på grundlag af risikofaktorer, der kan anses for specifikke for adgangsordninger i henhold til MiFIR, og iii) medtage en detaljeret kvalitativ og kvantitativ analyse til støtte for sine argumenter.

Kommissionen noterer sig, at ESMA på grund af manglende data om gældende adgangsordninger for ETD'er i henhold til MiFIR ikke var i stand til at foretage en kvantitativ vurdering, sådan som Kommissionen havde anmodet om.

¹ ESMA's risikovurdering af den midlertidige udelukkelse af børshandlede derivater fra artikel 35 og 36 i MiFIR, 4. april 2016, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-461_etd_final_report.pdf

² ESRB's svar til ESMA om den midlertidige udelukkelse af børshandlede derivater fra artikel 35 og 36 i MiFIR, 9. februar 2016, https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/160210_ESRB_response.pdf?b34727f97ef6c1ef3a9fd58f3d67035e

2. RAPPORTENS ANVENDELSESOMRÅDE

Ligesom i forordning (EU) nr. 648/2012 (EMIR) vedrørende OTC-derivater fastsætter MiFIR en clearingforpligtelse for ETD'er³ samt en ikke-diskriminerende og gennemsigtig adgang til CCP'er og markedspladser for værdipapirer, pengemarkedsinstrumenter og ETD'er.

I EMIR defineres et OTC-derivat som en derivataftale, der ikke er indgået på et reguleret marked eller på et tredjelandsmarked, der anses for at svare til et reguleret marked⁴. Derimod defineres ETD'er i MiFIR⁵ som "*et derivat, der handles på et reguleret marked eller på et tredjelandsmarked, der anses for at svare til et reguleret marked*", og som ikke som sådan falder ind under definitionen på et OTC-derivat i EMIR.

Så mens bestemmelserne i MiFIR om åben og ikke-diskriminerende adgang finder anvendelse på derivater, der mindst handles på et reguleret marked, finder bestemmelserne i EMIR om åben adgang anvendelse på derivater, der kun handles OTC, herunder derivater, der handles på multilaterale handelsfaciliteter eller organiserede handelsfaciliteter, forudsat at de ikke i øvrigt handles på et reguleret marked eller på et tredjelandsmarked, der anses for at svare til et reguleret marked.

I henhold til artikel 52, stk. 12, i MiFIR omfatter denne rapport kun ETD'er og ikke værdipapirer, pengemarkedsinstrumenter og OTC-derivater.

3. BESTEMMELSERNE I MiFIR OM IKKE-DISKRIMINERENDE ADGANG

Bestemmelserne om åben og ikke-diskriminerende adgang har til formål at styrke konkurrencen mellem markedspladserne og CCP'erne og i sidste ende mindske omkostningerne for slutinvestorerne ved at forhindre eventuel diskriminerende praksis både hos CCP'erne og på markedspladserne.

Det fremgår af artikel 35 i MiFIR, at en CCP skal give adgang til markedspladser på et ikke-diskriminerende og gennemsigtigt grundlag med henblik på at cleare transaktioner, uanset på hvilken markedsplads transaktionerne udføres. I den forbindelse har åben og ikke-diskriminerende adgang til formål at sikre, at en markedsplads har ret til ikke-diskriminerende behandling med hensyn til, hvordan kontrakter, der handles på dens platform, behandles i henseende til i) sikkerhedsstillelseskrav og netting af økonomisk tilsvarende kontrakter og ii) cross-margining med korrelerede kontrakter, der cleares af samme CCP. Dette ville give markedspladserne mulighed for at beslutte, hvilken eller hvilke CCP'er der kan cleare transaktioner, som udføres på deres platforme.

Samtidig er det fastsat i artikel 36 i MiFIR, at en markedsplads på anmodning skal give adgang til handelsfeeds for CCP'er, der ønsker at cleare transaktioner på denne markedsplads, på et ikke-diskriminerende og gennemsigtigt grundlag.

³ Artikel 29, stk. 1, i MiFIR.

⁴ Artikel 2, nr. 7), i EMIR.

⁵ Artikel 2, nr. 32), i MiFIR.

Det var dog forudset i MiFIR, at åben adgang til CCP'er og markedspladser under visse omstændigheder kunne skabe risici og potentielle ulemper, som kunne veje tungere end de politiske målsætninger om øget konkurrence. I den forbindelse er der i artikel 35 og 36 fastsat betingelser for nægtelse af adgang. CCP'ens kompetente myndighed og markedspladsen kan således nægte adgang til en bestemt CCP eller markedsplads, hvis indrømmelsen af adgang ville i) true markedets gnidningsløse og velordnede funktion, navnlig som følge af fragmentering af likviditet, eller ville indvirke negativt på den systemiske risiko, eller ville ii) kræve en interoperabilitetsordning (for ETD), undtagen hvis markedspladsen og de involverede CCP'er er indforstået hermed, og hvis der hos en tredjepart er stillet sikkerhed for de risici, der er forbundet hermed⁶. Endvidere kan CCP'er og markedspladser også nægte adgang, hvis det medfører betydelige unødvendige risici, der ikke kan håndteres på grund af transaktionernes forventede volumen, operationelle risici og kompleksitet samt andre faktorer, der medfører betydelige unødvendige risici⁷.

Disse betingelser er præciseret i den reguleringsmæssige tekniske standard vedrørende clearingadgang for markedspladser og centrale modparter⁸, der også omfatter betingelserne for indrømmelse af adgang, underretningsprocedurer og andre krav⁹. Den tekniske standard præciserer endvidere navnlig de forskellige typer af risici på grundlag af transaktionernes forventede volumen, operationelle risici og kompleksitet samt andre faktorer, der medfører betydelige unødvendige risici (f.eks. nyt produkt, trussel mod CCP'ens eller markedspladsens økonomiske levedygtighed, retlige risici eller uforenelighed mellem handels- og clearingregler).

Derudover indføres der med MiFIR særlige bestemmelser for på passende vis at tage hensyn til kompleksiteten i forbindelse med ETD'er og de heraf følgende udfordringer, som åben og ikke-diskriminerende adgang kan medføre. ETD'er er navnlig komplekse på grund af deres lange løbetider og løftestangseffekt.

Med hensyn til ETD'er skal markedspladsen eller CCP'en give et skriftligt svar inden seks måneder i stedet for tre måneder for andre finansielle instrumenter og give adgang senest tre måneder efter at have givet et positivt svar på anmodningen om adgang. Når en kompetent myndighed, markedspladsen eller CCP'en nægter at give adgang, giver den en fyldestgørende begrundelse for sin afgørelse og underretter den relevante kompetente myndighed.

I MiFIR er der også fastsat en overgangsordning for markedspladser, der tilbyder handel med ETD'er for et årligt handlet nominelt beløb på under 1 000 000 mio. EUR¹⁰, og som kan vælge ikke at være omfattet (opt-out) af bestemmelserne om åben og ikke-diskriminerende

⁶ Artikel 35, stk. 1, artikel 35, stk. 4, og artikel 36, stk. 4, i MiFIR.

⁷ Artikel 35, stk. 6, litra a), og artikel 36, stk. 6, litra a), i MiFIR.

⁸ Kommissionens delegerede forordning af 24. juni 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder vedrørende clearingadgang for markedspladser og centrale modparter.

⁹ Se ESMA's mandat til udarbejdelse af udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder i henhold til artikel 35, stk. 6, og artikel 36, stk. 6.

¹⁰ Artikel 36, stk. 5, i MiFIR.

adgang i en periode på 30 måneder (og under visse omstændigheder indtil 60 måneder¹¹) fra datoen for MiFIR's anvendelse.

Endelig kan Kommissionen i henhold til artikel 52, stk. 12, i MiFIR og med forbehold af konklusionerne i denne rapport beslutte at udelukke ETD'er fra anvendelsesområdet for artikel 35 og 36 i en periode på op til 30 måneder på grundlag af en risikovurdering foretaget af ESMA i samråd med ESRB. Det er endvidere fastsat i artikel 54, stk. 2, i MiFIR, at hvis Kommissionen beslutter ikke midlertidigt at udelukke børshandlede derivater fra anvendelsesområdet for artikel 35 og 36, kan en CCP eller en markedsplads ansøge sin kompetente myndighed om tilladelse til at benytte sig af overgangsordninger. Den kompetente myndighed kan vurdere de risici, der følger af anvendelsen af åben og ikke-diskriminerende adgang for så vidt angår ETD'er for den relevante CCP's eller markedsplads' velordnede funktion, og beslutte, at den relevante CCP eller den relevante markedsplads er undtaget fra adgangsforpligtelserne i en overgangsperiode indtil den 3. juli 2020.

4. MARKEDSSTRUKTUREN FOR ETD'ER

Det bemærkes, at ESMA's risikovurdering blev offentliggjort i april 2016 i de meget tidlige stadier af eller inden gennemførelsen af de nye reguleringsmæssige krav, der har til formål at sikre, at i) handel med likvide og standardiserede derivater så vidt muligt udføres på markedspladser, og at ii) både relevante OTC-derivater og ETD'er clearer centralt for at mindske den systemiske risiko.

Sammen med ESRB finder ESMA, at indførelsen af forpligtelsen til at handle på en markedsplads i henhold til artikel 28 i MiFIR for så vidt angår OTC-derivater, der opfylder visse betingelser, forventes at øge antallet af derivater, der handles på markedspladser¹², herunder regulerede markeder. Derivater, der handles på regulerede markeder, vil derfor blive betragtet som ETD'er og således være omfattet af forpligtelsen til at lade ETD'er clear af en CCP i overensstemmelse med artikel 29 i MiFIR.

Ifølge ESMA's konklusioner er de europæiske derivatmarkeder primært OTC-markeder. Ultimo juni 2016 udgjorde markedet for ETD'er lidt over 10 % af det samlede derivatmarked, der selv udviser en vigende tendens siden 2008¹³. Med hensyn til det udestående nominelle beløb består markedet for ETD'er primært af rentederivater (IRD) fordelt på 60 % optioner og 40 % futures.

I ESMA's risikovurdering fremhæves også det vedvarende betydelige fald i procentdelen af det dagligt clearede udestående nominelle beløb for ETD'er i de senere år med den gradvise overgang til instrumenter med længere løbetid.

¹¹ I henhold til artikel 36, stk. 5, i MiFIR kan en markedsplads, der falder under tærsklen for handlede ETD'er for et årligt handlet nominelt beløb på 1 000 000 mio. EUR i de første 30 måneder af opt-out-perioden, få en yderligere opt-out-periode på 30 måneder.

¹² Handelsforpligtelsen i artikel 28 i MiFIR anses for opfyldt, hvis transaktionen afsluttes på et reguleret marked, men også på multilaterale handelsfaciliteter eller organiserede handelsfaciliteter.

¹³ Se Bank for International Settlements, Triennial Central Bank Survey - OTC derivatives positions at end-June 2016, Table 1, Monetary and Economic Department, 11. december 2016, http://www.bis.org/publ/otc_hy1612/triensurvstatannex.pdf

ESMA beskriver endvidere det europæiske ETD-marked som stærkt koncentreret med hensyn til både handels- og clearingniveau kombineret med en vertikalt integreret markedsstruktur, hvor dominerende handels- og clearingstrukturer indgår i de samme integrerede grupper. I 2014 havde den største CCP målt i antal cleared ETD-handler en markedsandel på 58 %, mens de tre største tilsammen havde en markedsandel på 90 %. En række mindre aktører deler de resterende markedsandele.

Ved vurderingen af markedsstrukturen på basis af aktivklasser konkluderer ESMA, at markedet er endnu mere koncentreret, idet én børs sidder på over 70 % af de børshandlede aktiederivater målt i handlet værdi, og en anden på ca. 80 % af de børshandlede obligationsbaserede derivater, stadig målt i handlet værdi.

Med hensyn til børshandlede råvarederivater forholder det sig lidt anderledes – undtagen for børshandlede energiderivaters vedkommende – da markedet for råvarebaserede ETD'er er kendetegnet ved en højere grad af specialisering og ringe overlapning mellem markedspladser og CCP'er.

Samtidig har den igangværende gennemførelse af clearingforpligtelsen i EMIR på OTC-markedet allerede bevirket og vil fortsat bevirke, at en betydelig del af de derivatkontrakter, der handles OTC, er overgået eller vil overgå til central clearing. På grundlag af ESMA's reguleringsmæssige tekniske standarder i henhold til EMIR har Europa-Kommissionen faktisk allerede vedtaget delegerede retsakter vedrørende den centrale clearing af renteswaps (IRS) (denomineret i UR, GBP, JPY, USD, NOK, PLN og SEK) og "index credit default swaps" (CDS) denomineret i EUR¹⁴, hvorved ca. 70 % af OTC-derivatmarkedet i disse klasser overgår til clearing¹⁵. Det bør også bemærkes, at selv om clearingudbuddet er meget koncentreret, tilbyder seks forskellige CCP'er clearingtjenester vedrørende renteswap.

Kommissionen bemærker, i) at rentederivater udgør hovedparten af ETD-markedet, ii) at handelsforpligtelsen i MiFIR kunne medføre, at en del af rentederivaterne falder ind under definitionen af ETD'er, iii) at clearingforpligtelsen i EMIR allerede gælder for IRS, og iv) at rentederivatmarkedet til trods for markedskoncentrationen allerede er opdelt mellem seks forskellige CCP'er. Kommissionen er derfor enig i ESMA's konklusioner, nemlig at rentederivater er den mest relevante aktivklasse i forbindelse med vurderingen af konsekvenserne af gennemførelsen af bestemmelserne om åben og ikke-diskriminerende adgang for ETD'er.

¹⁴ Kommissionens delegerede forordning (EU) 2015/2205 af 6. august 2015 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for clearingforpligtelsen, Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/592 af 1. marts 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for clearingforpligtelsen, Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/1178 af 10. juni 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for clearingforpligtelsen.

¹⁵ Den gradvise gennemførelse begyndte den 21. juni 2016, se ESMA's *risikovurdering af den midlertidige udelukkelse af børshandlede derivater fra artikel 35 og 36 i MiFIR*, 4. april 2016, fig. 11, s. 10.

5. RISIKOVURDERING AF BESTEMMELSERNE OM ÅBEN OG IKKE-DISKRIMINERENDE ADGANG FOR ETD'ER

Selv om bestemmelserne om åben adgang i MiFIR endnu ikke er gennemført, oplyser ESMA, at nogle CCP'er og markedspladser i EØS allerede har udviklet og efterfølgende gør vellykket brug af adgangsordninger for enten ETD'er eller OTC-derivater¹⁶. ESMA finder, at de adgangsordninger, der anvendes af markedsinfrastrukturene i henhold til bestemmelserne i EMIR¹⁷, hidtil ikke har medført nogen nævneværdig systemisk risiko. Dette er på trods af, at OTC-derivater generelt er mindre standardiserede og mere komplekse end ETD'er.

I overensstemmelse med ESMA's vurdering er Europa-Kommissionen imidlertid af den opfattelse, at de eksisterende adgangsordninger for ETD'er i princippet stadig kunne true markedernes gnidningsløse og velordnede funktion eller indvirke negativt på den systemiske risiko.

Ud fra den synsvinkel og under hensyntagen til ESRB's makroprudentielle risikovurdering understreger ESMA en række potentielle risici, der kunne følge af gennemførelsen af bestemmelserne om åben og ikke-diskriminerende adgang til ETD'er i henhold til MiFIR.

5.1 Risiko for CCP'er som følge af åben og ikke-diskriminerende adgang

Åben og ikke-diskriminerende adgang til CCP'er vil sikre, at markedspladserne kan få deres handler clearet hos en CCP efter eget valg. Dette er navnlig relevant på baggrund af den forventede gennemførelse af handelsforpligtelserne, der vil bevirke, at mange OTC-derivater vil falde ind under bestemmelserne om åben og ikke-diskriminerende adgang i MiFIR, samtidig med at nye markedspladser uden adgang til vertikalt integrerede CCP'er kunne gøre deres indtog. Som ESMA har skitseret i sin risikovurdering, er handels- og clearingomkostninger tæt forbundet med hinanden. Handelsomkostningerne på en markedsplads vurderes af markedsdeltagerne sammen med de hertil knyttede clearingomkostninger. En markedsplads kan ikke være konkurrencedygtig, hvis den ikke kan give adgang til attraktive clearingomkostninger. Uden disse bestemmelser ville nye og ikke-vertikalt integrerede markedspladser være forhindret i at komme ind på markedet og således være ude af stand til at fremme et mere konkurrencedygtigt og mindre koncentreret marked.

Koncentrationsrisiko

Under hensyntagen til disse målsætninger deler Kommissionen ESMA's synspunkter, nemlig at en af de største risici, der er forbundet med bestemmelserne om åben og ikke-diskriminerende adgang for ETD'er, er en ny koncentrationsrisiko ("en enkelt fejl kan bringe hele systemet i fare"). Ifølge dette scenarie kunne markedspladsernes mulighed for selv at vælge deres CCP føre til en situation, hvor den mest attraktive CCP for én specifik ETD eller aktivklasse bliver det eneste sted for central clearing. Denne situation kunne opstå, såfremt

¹⁶ Se ESMA's *risikovurdering af den midlertidige udelukkelse af børshandlede derivater fra artikel 35 og 36 i MiFIR*, 4. april 2016, tabel 2, s. 16.

¹⁷ Artikel 7 og 8 i EMIR.

markedsdeltagerne for at maksimere nettingeffektiviteten og mindske kravene til sikkerhedsstillelse vælger én enkelt CCP (den største).

På grund af den konkurrence- og markedsmæssige struktur og dynamik er det dog ikke sandsynligt, at dette scenarie vil indtræffe. ESMA anfører navnlig, at et sådant betydeligt skifte i clearingen til én enkelt CCP ville blive modvirket af risikoen for, at CCP'en sandsynligvis ville forhøje clearinggebyret for alle dens clearingmedlemmer i en sådan grad, at den ikke længere ville være attraktiv for modparterne. Endvidere ville en høj grad af koncentration eksponere det finansielle system for en situation, hvor en enkelt fejl kan bringe hele systemet i fare med potentielle systemiske konsekvenser, og hvor det reelt er umuligt for markedsdeltagerne at flytte deres positioner til en anden CCP i tilfælde af fejl.

Kommissionen er også enig i ESRB's og ESMA's konklusioner, nemlig at clearingmarkedet allerede er stærkt koncentreret i EU, idet nogle ETD'er eller aktivklasser udelukkende eller overvejende cleares hos én CCP. Det kan endog forventes, at koncentrationen uafhængigt af gennemførelsen af bestemmelserne om åben og ikke-diskriminerende adgang kunne blive styrket i fremtiden som følge af *"den naturlige" kommercielle vækst i en CCP's forretning, når dens tjenester på vellykket vis opfylder markedsdeltagernes præferencer"*¹⁸.

Det kunne tværtimod hævdes, at den eksisterende koncentration kan forklares ved de eksisterende hindringer for adgang, som reglerne om åben og ikke-diskriminerende adgang har til formål at mindske. Når CCP'er kan anmode om adgang til en markedsplads i henhold til bestemmelsen om åben og ikke-diskriminerende adgang i MiFIR, mindsker dette reelt hindringerne for nye CCP'ers adgang.

Kommissionen bemærker, at EMIR og MiFIR indeholder garantier med henblik på at håndtere denne koncentrationsrisiko. For det første er CCP'er reguleret af de relevante kompetente myndigheder i henhold til EMIR, ved hvilken der er indført organisatoriske krav, bestemmelser om god forretningsskik, tilsynsstandarder og makroprudentielle regler for CCP'er. For det andet giver MiFIR de kompetente myndigheder beføjelser til at nægte adgang til CCP'en, hvis det truer markedernes gnidningsløse og velordnede funktion eller indvirker negativt på den systemiske risiko eller kræver en interoperabilitetsordning.

Operationel risiko

Et andet vigtigt sæt risici er den unødvendige risiko for, at CCP'en ikke kan forvaltes på grundlag på transaktionernes forventede volumen på markedspladsen, de operationelle risici og kompleksiteten samt andre faktorer, der medfører betydelige unødvendige risici¹⁹. ESMA finder, at disse risici kunne øge den systemiske risiko ved at indvirke på andre CCP'ers clearingmedlemmer.

Sideløbende med de organisatoriske krav, bestemmelserne om god forretningsskik og tilsynskravene i kapitel IV i EMIR gør MiFIR det i denne forbindelse muligt for CCP'er at

¹⁸ ESRB's svar til ESMA om den midlertidige udelukkelse af børshandlede derivater fra artikel 35 og 36 i MiFIR, 9. februar 2016, s. 4.

¹⁹ Artikel 35, stk. 6, litra a), i MiFIR.

nægte adgang, hvis CCP'en efter at have udfoldet alle rimelige bestræbelser på at styre sine risici konkluderer, at der er betydelige unødvendige risici, som ikke kan styres²⁰.

Under hensyntagen til ovennævnte overvejelser finder Kommissionen, at bestemmelserne om åben og ikke-diskriminatorisk adgang til CCP'er for ETD'er i henhold til MiFIR sandsynligvis vil få en generelt positiv indvirkning på markedet. I det omfang det ikke kan udelukkes, at sådanne bestemmelser indebærer potentielle risici, finder Kommissionen, at der i MiFIR og EMIR allerede er fastsat stærke garantier for at afbøde unødvendige operationelle risici for CCP'er eller en øget systemisk risiko.

5.2 Risiko for markedspladserne som følge af åben og ikke-diskriminerende adgang

Åben og ikke-diskriminerende adgang til markedspladser gør det muligt for CCP'er at cleare handler, der er indgået på markedspladser efter deres eget valg. Ud over at fremme et mere konkurrencepræget miljø har denne bestemmelse til formål at give de handlende på en markedsplads mulighed for at vælge den CCP, hos hvilken de ønsker at cleare deres handler, herunder når CCP'en og markedspladsen er vertikalt integreret i den samme gruppe.

Dette kan navnlig være til fordel for markedsdeltagere, der ønsker at maksimere nettingeffektiviteten og mindske kravene til sikkerhedsstillelse for alle deres positioner på forskellige markedspladser.

Med hensyn til den finansielle stabilitet deler Kommissionen endvidere ESMA's og ESRB's synspunkter, ifølge hvilke et miljø med flere CCP'er bidrager til at mindske den systemiske risiko ved at styrke deres substituerbarhed i tilfælde af svigt. Hvis én CCP, der er tilknyttet en markedsplads, er i vanskeligheder, ville de andre CCP'er, der er tilknyttet denne markedsplads, kunne cleare dens handler.

Risici i forbindelse med interoperabilitetsordninger

Artikel 2 i EMIR definerer en interoperabilitetsordning som en ordning mellem to eller flere CCP'er, der omfatter gennemførelse af transaktioner på tværs af systemerne. Sådanne ordninger har til formål at sikre, at to eller flere CCP'er kan være eksponeret for hinanden som følge af en proces, hvorved de modregner handler indgået af deres deltagere på tværs af de forbundne CCP'er.

I mangel af en interoperabilitetsordning ville medlemmer, der besidder positioner hos forskellige CCP'er, blive udsat for manglende nettingeffektivitet, større behov for sikkerhedsstillelse og fragmentering af likviditeten. Dette ville mindske markedsdeltagernes interesse i et miljø med flere CCP'er. Med hensyn til systemisk risiko understreger ESMA, at et sådant scenarie ville øge procyklikaliteten yderligere med de negative konsekvenser, som dette har.

²⁰ Afdeling 1, artikel 1-4, i Kommissionens delegerede forordning af 24. juni 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder vedrørende clearingadgang for markedspladser og centrale modparter.

Selv om de fleste af de risici, der er beskrevet ovenfor, ville forsvinde, hvis de forskellige CCP'er, der er tilknyttet en markedsplads, anvendte interoperabilitetsordninger, noterer Kommissionens sig ESRB's største betænkelighed vedrørende den risiko, der er forbundet med den potentielle mangedobling af sådanne interoperabilitetsordninger med gennemførelsen af åben og ikke-diskriminerende adgang til ETD'er. Interoperabilitetsordningerne under EMIR finder jo kun anvendelse på værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter. ESMA og ESRB advarer endvidere om, at deres anvendelse i forbindelse med ETD'er kunne medføre en betydelig grad af kompleksitet og risiko som følge af de særlige træk ved derivater og kunne have negative konsekvenser for den samlede operationelle risikostyring hos CCP'erne.

Kommissionen finder imidlertid, at der med MiFIR er indført garantier for at sikre, at disse risici afbødes på passende vis. For det første skal de kompetente myndigheder i overensstemmelse med artikel 36, stk. 4, litra a), nægte adgang til CCP'en, hvis adgangen kræver sådanne interoperabilitetsordninger. En interoperabilitetsordning kunne således kun blive indført mellem de forskellige CCP'er, der er involveret i handlen, og når markedspladsen har givet sit samtykke. For det andet skal de kompetente myndigheder fortsat nægte adgang til markedspladsen, hvis interoperabilitetsordningen truer markedernes gnidningsløse og velordnede funktion.

Operationel risiko

Operationelle risici som følge af kompleksiteten af transaktionernes forventede volumen samt andre faktorer, der skaber betydelige unødvendige risici, er også omfattet af MiFIR.

I et sådant tilfælde kan markedspladsen nægte adgang, jf. artikel 36, stk. 6, i MiFIR og bestemmelserne i de reguleringsmæssige tekniske standarder vedrørende clearingadgang for markedspladser og centrale modparter²¹.

6. KONKLUSIONER

Kommissionen bemærker, at bestemmelserne om åben og ikke-diskriminerende adgang i EMIR allerede finder anvendelse på OTC-derivater, værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter uden midlertidige undtagelser. Ifølge ESMA's vurdering ser det ud til, at disse adgangsordninger ikke har forårsaget nogen nævneværdig systemisk risiko. Det er i denne forbindelse værd at bemærke, at OTC-derivater generelt er mindre standardiserede og mere komplekse end ETD'er. Det kan derfor forventes, at gennemførelsen af bestemmelserne i MiFIR om åben og ikke-diskriminerende adgang til ETD'er ikke vil skabe mere kompleksitet end for OTC-derivater.

Gennemførelsen af åben og ikke-diskriminerende adgang til ETD'er i henhold til MiFIR kunne dog skabe øgede risici, der potentielt kunne true markedernes gnidningsløse og velordnede funktion eller indvirke negativt på den systemiske risiko. Mere specifikt skitserer

²¹ Afdeling 2, artikel 5-8, i Kommissionens delegerede forordning af 24. juni 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder vedrørende clearingadgang for markedspladser og centrale modparter.

denne rapport en række potentielle risici, herunder navnlig risici i relation til i) koncentrationen af handels- og clearingaktiviteterne i vertikalt integrerede grupper og ii) den potentielle mangedobling af interoperabilitetsordninger, der i væsentlig grad ville øge kompleksiteten i den overordnede risikostyring af interoperable CCP'er.

Efter at have gennemgået disse risici finder Kommissionen, at den nuværende reguleringsmæssige ramme i MiFIR og EMIR tackler de identificerede potentielle risici på fyldestgørende vis. Ud over de relevante kompetente myndigheders regulering heraf er der med EMIR indført organisatoriske krav, bestemmelser om god forretningsskik, tilsynsstandards og makroprudentielle regler for CCP'er. Samtidig giver MiFIR mulighed for, at CCP'er, markedspladser og relevante myndigheder kan nægte adgang til relevant infrastruktur som præciseret i de reguleringsmæssige tekniske standarder om clearingadgang for markedspladser og centrale modparter, hvis CCP'en, markedspladsen eller markedet skulle blive udsat for risiko.

På grundlag heraf konkluderer Kommissionen, at det ikke er nødvendigt midlertidigt at udelukke børshandlede derivater fra anvendelsesområdet for artikel 35 og 36 i MiFIR.