



Βρυξέλλες, 11.9.2017
COM(2017) 468 final

**ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΟ
ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ**

**σχετικά με την ανάγκη προσωρινής εξαίρεσης των χρηματιστηριακών παραγώγων από
το πεδίο εφαρμογής των άρθρων 35 και 36 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 600/2014 για τις
αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων**

ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

σχετικά με την ανάγκη προσωρινής εξαίρεσης των χρηματιστηριακών παραγώγων από το πεδίο εφαρμογής των άρθρων 35 και 36 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 600/2014 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα έκθεση προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο («έκθεση») εκτιμά την ανάγκη να εξαιρεθούν προσωρινά τα χρηματιστηριακά παράγωγα («**χρηματιστηριακά παράγωγα**») από το πεδίο εφαρμογής των άρθρων 35 και 36 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 600/2014 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων («**MiFIR**»). Σύμφωνα με το άρθρο 52 παράγραφος 12, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή οφείλει να υποβάλει έκθεση στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και στο Συμβούλιο σχετικά με την ανάγκη προσωρινής εξαίρεσης των χρηματιστηριακών παραγώγων από τις διατάξεις παροχής μη διακριτικής πρόσβασης σε κεντρικούς αντισυμβαλλομένους (εφεξής: «**κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι**») και σε τόπους διαπραγμάτευσης σύμφωνα με τα άρθρα 35 και 36 του κανονισμού MiFIR για διάστημα έως 30 μηνών από τις 3 Ιανουαρίου 2018.

Το άρθρο 52 παράγραφος 12 του κανονισμού MiFIR προβλέπει ότι η έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής θα πρέπει να βασίζεται σε εκτίμηση κινδύνου που διενεργείται από την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA) σε διαβούλευση με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Συστημικών Κινδύνων (ΕΕΣΚ) και να λαμβάνει υπόψη τους τυχόν κινδύνους που απορρέουν από διατάξεις παροχής ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης όσον αφορά στα χρηματιστηριακά παράγωγα, σε σχέση με τη συνολική σταθερότητα και την ομαλή λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών σε ολόκληρη την Ένωση. Τον Ιούλιο του 2015, η Επιτροπή ζήτησε από την ESMA να διενεργήσει, σε συνεργασία με την ΕΕΣΚ, την εν λόγω εκτίμηση κινδύνου. Η ESMA παρέδωσε την εκτίμηση κινδύνου¹ της, η οποία βασίστηκε σε γνωμοδότηση της ΕΕΣΚ που δημοσιεύθηκε στις 9 Φεβρουαρίου 2016², στις 31 Μαρτίου 2016.

Η Επιτροπή ζήτησε από την ESMA, στο πλαίσιο της εκτίμησης κινδύνου της, i) να εντοπίσει δυνητικούς παράγοντες κινδύνου και να αξιολογήσει την πιθανότητα εμφάνισής τους, καθώς και το μέγεθος των επιβλαβών επιπτώσεών τους στα χρηματοπιστωτικά συστήματα, ii) να

¹ ESMA, *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR* (Εκτίμηση κινδύνου για την προσωρινή εξαίρεση των χρηματιστηριακών παραγώγων από τα άρθρα 35 και 36 του κανονισμού MiFIR), 4 Απριλίου 2016, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-461_etd_final_report.pdf

² *ESRB response to ESMA on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 of MiFIR* (Απάντηση της ΕΕΣΚ στην ESMA σχετικά με την προσωρινή εξαίρεση των χρηματιστηριακών παραγώγων από τα άρθρα 35 και 36 του κανονισμού MiFIR), 9 Φεβρουαρίου 2016, https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/160210_ESRB_response.pdf?b34727f97ef6c1ef3a9fd58f3d67035e

αξιολογήσει την ύπαρξη συστημικού κινδύνου με βάση παράγοντες κινδύνου οι οποίοι δύνανται να θεωρηθούν ειδικοί για τις ρυθμίσεις πρόσβασης του κανονισμού MiFIR, και iii) να συμπεριλάβει αναλυτική ποιοτική και ποσοτική ανάλυση προς στήριξη των επιχειρημάτων της.

Η Επιτροπή σημειώνει ότι, λόγω της έλλειψης στοιχείων σχετικά με τη λειτουργία των ρυθμίσεων πρόσβασης για τα χρηματιστηριακά παράγωγα δυνάμει του κανονισμού MiFIR, η ESMA δεν ήταν σε θέση να διενεργήσει την ποσοτική εκτίμηση που της ζήτησε η Επιτροπή.

2. ΠΕΛΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΗΣ ΕΚΘΕΣΗΣ

Όπως ο κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 648/2012 (EMIR) για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, έτσι και ο κανονισμός MiFIR θεσπίζει υποχρέωση εκκαθάρισης για τα χρηματιστηριακά παράγωγα³, καθώς και μη διακριτική και διαφανή πρόσβαση στους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους και στους τόπους διαπραγμάτευσης κινητών αξιών, μέσων χρηματαγοράς και χρηματιστηριακών παραγώγων.

Ο κανονισμός EMIR ορίζει το εξωχρηματιστηριακό παράγωγο ως σύμβαση παραγώγων η οποία δεν συνάπτεται σε ρυθμιζόμενη αγορά ή σε αγορά τρίτης χώρας που θεωρείται ισοδύναμη με ρυθμιζόμενη αγορά⁴. Αντίθετα, ο κανονισμός MiFIR ορίζει το χρηματιστηριακό παράγωγο⁵ ως «παράγωγο που τελεί υπό διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή σε αγορά τρίτης χώρας που θεωρείται ισοδύναμη με ρυθμιζόμενη αγορά» και ως τέτοιο δεν εμπίπτει στον ορισμό του εξωχρηματιστηριακού παραγώγου όπως ορίζεται στον κανονισμό EMIR.

Συνεπώς, όπου οι διατάξεις παροχής ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης του κανονισμού MiFIR εφαρμόζονται σε παράγωγα που τελούν υπό διαπραγμάτευση τουλάχιστον σε ρυθμιζόμενη αγορά, οι διατάξεις παροχής ανοικτής πρόσβασης του κανονισμού EMIR εφαρμόζονται μόνο στη διαπραγμάτευση εξωχρηματιστηριακών παραγώγων, συμπεριλαμβανομένων των παραγώγων που τελούν υπό διαπραγμάτευση σε πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης ή μηχανισμούς οργανωμένης διαπραγμάτευσης υπό την προϋπόθεση ότι δεν τελούν άλλως υπό διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή σε αγορά τρίτης χώρας που θεωρείται ισοδύναμη με ρυθμιζόμενη αγορά.

Σύμφωνα με το άρθρο 52 παράγραφος 12 του κανονισμού MiFIR, η παρούσα έκθεση καλύπτει μόνο τα χρηματιστηριακά παράγωγα και επομένως δεν περιλαμβάνει τις κινητές αξίες, τα μέσα χρηματαγοράς και τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα.

3. ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ ΠΑΡΟΧΗΣ ΜΗ ΔΙΑΚΡΙΤΙΚΗΣ ΠΡΟΣΒΑΣΗΣ ΣΤΟΝ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟ MiFIR

Οι διατάξεις παροχής ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης αποσκοπούν στην ενίσχυση του ανταγωνισμού ανάμεσα στους τόπους διαπραγμάτευσης και τους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους, και τελικά στη μείωση του κόστους για τους τελικούς επενδυτές,

³ Άρθρο 29 παράγραφος 1 του κανονισμού MiFIR.

⁴ Άρθρο 2 παράγραφος 7 του κανονισμού EMIR.

⁵ Άρθρο 2 παράγραφος 32 του κανονισμού MiFIR.

μεριμνώντας ταυτόχρονα για την πρόληψη διακριτικών πρακτικών που ενδεχομένως υφίστανται στο επίπεδο τόσο των κεντρικών αντισυμβαλλόμενων όσο και των τόπων διαπραγμάτευσης.

Το άρθρο 35 του κανονισμού MiFIR ορίζει ότι ένας κεντρικός αντισυμβαλλόμενος παρέχει πρόσβαση σε τόπους διαπραγμάτευσης, χωρίς διακρίσεις και με διαφάνεια, για την εκκαθάριση συναλλαγών ανεξαρτήτως του τόπου διαπραγμάτευσης στον οποίο εκτελούνται. Στο πλαίσιο αυτό, η ανοικτή και μη διακριτική πρόσβαση επιδιώκει να διασφαλίσει ότι ένας τόπος διαπραγμάτευσης έχει το δικαίωμα μη διακριτικής μεταχείρισης όσον αφορά τον τρόπο με τον οποίο αντιμετωπίζονται συμβόλαια που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στον δικό του χώρο συναλλαγών από την άποψη i) των απαιτήσεων εξασφάλισης και συμψηφισμού οικονομικά ισοδύναμων συμβολαίων και ii) της συνεκτίμησης των περιθωρίων ασφάλισης συσχετιζόμενων συμβολαίων (cross-margining) που εκκαθαρίζονται από τον ίδιο κεντρικό αντισυμβαλλόμενο. Τούτο θα πρέπει να παρέχει στους τόπους διαπραγμάτευσης τη δυνατότητα να αποφασίζουν ποιος ή ποιοι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να εκκαθαρίζουν συναλλαγή που εκτελείται στους δικούς τους χώρους συναλλαγών.

Παράλληλα, το άρθρο 36 του κανονισμού MiFIR ορίζει ότι ένας τόπος διαπραγμάτευσης παρέχει, κατόπιν αιτήσεως, πρόσβαση στις πληροφορίες συναλλαγών του, χωρίς διακρίσεις και με διαφάνεια, στους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους οι οποίοι επιθυμούν να εκκαθαρίζουν συναλλαγές στον εν λόγω τόπο διαπραγμάτευσης.

Ο κανονισμός MiFIR προβλέπει πάντως ότι υπό ορισμένες περιστάσεις η ανοικτή πρόσβαση σε κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους και τόπους διαπραγμάτευσης δύναται να εγείρει κινδύνους και να έχει μειονεκτήματα που μπορεί ενδεχομένως να είναι μεγαλύτερης σημασίας από τους στόχους περί ενίσχυσης του ανταγωνισμού που τίθενται σε επίπεδο πολιτικής. Στο πλαίσιο αυτό, τα άρθρα 35 και 36 του κανονισμού MiFIR καθορίζουν τις προϋποθέσεις βάσει των οποίων είναι δυνατή η άρνηση της πρόσβασης. Οι αρμόδιες αρχές του κεντρικού αντισυμβαλλόμενου και του τόπου διαπραγμάτευσης μπορούν επομένως να αρνηθούν την πρόσβαση σε συγκεκριμένο κεντρικό αντισυμβαλλόμενο ή τόπο διαπραγμάτευσης όταν η παροχή της πρόσβασης i) απειλεί την ομαλή και εύρυθμη λειτουργία της αγοράς, ιδίως λόγω κατακερματισμού της ρευστότητας, ή επηρεάζει αρνητικά τον συστημικό κίνδυνο ή ii) απαιτεί ρύθμιση διαλειτουργικότητας (για το χρηματιστηριακό παράγωγο), με εξαίρεση την περίπτωση που ο τόπος διαπραγμάτευσης και οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι που συμμετέχουν έχουν δώσει τη συγκατάθεσή τους για τη συγκεκριμένη ρύθμιση και αν οι κίνδυνοι που προκύπτουν από την εν λόγω ρύθμιση καλύπτονται με την παροχή ασφάλειας σε τρίτο⁶. Η πρόσβαση μπορεί επίσης να απορριφθεί από κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους και τόπους διαπραγμάτευσης όταν δημιουργεί σημαντικό αδικαιολόγητο κίνδυνο του οποίου η διαχείριση δεν είναι δυνατή βάσει του αναμενόμενου ύψους των συναλλαγών, του επιχειρησιακού κινδύνου και της πολυπλοκότητας, καθώς και βάσει άλλων παραγόντων που δημιουργούν σημαντικούς αδικαιολόγητους κινδύνους⁷.

⁶ Άρθρο 35 παράγραφοι 1 και 4, και άρθρο 36 παράγραφος 4 του κανονισμού MiFIR.

⁷ Άρθρο 35 παράγραφος 6 στοιχείο α) και άρθρο 36 παράγραφος 6 στοιχείο α) του κανονισμού MiFIR.

Οι εν λόγω προϋποθέσεις αναλύονται λεπτομερώς στο ρυθμιστικό τεχνικό πρότυπο για την πρόσβαση στην εκκαθάριση σχετικά με τους τόπους διαπραγμάτευσης και τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους⁸, το οποίο καλύπτει επίσης τις προϋποθέσεις βάσει των οποίων χορηγείται η πρόσβαση, τις διαδικασίες κοινοποίησης και λοιπές απαιτήσεις⁹. Συγκεκριμένα, το ρυθμιστικό τεχνικό πρότυπο προσδιορίζει περαιτέρω τους διάφορους τύπους κινδύνων, είτε βάσει του του αναμενόμενου όγκου συναλλαγών, του λειτουργικού κινδύνου και της πολυπλοκότητας, καθώς και βάσει άλλων παραγόντων που δημιουργούν σημαντικούς αδικαιολόγητους κινδύνους (π.χ., νέο προϊόν, απειλή για την οικονομική βιωσιμότητα του κεντρικού αντισυμβαλλομένου ή του τόπου διαπραγμάτευσης, νομικός κίνδυνος ή ασυμβατότητα μεταξύ των κανόνων διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης).

Επιπροσθέτως, ο κανονισμός MiFIR θεσπίζει ειδικές διατάξεις με σκοπό να λαμβάνεται δεόντως υπόψη η πολυπλοκότητα των χρηματιστηριακών παραγώγων και οι επακόλουθες προκλήσεις που ενδέχεται να συνεπάγεται η ανοικτή και μη διακριτική πρόσβαση. Συγκεκριμένα, τα χρηματιστηριακά παράγωγα είναι πολύπλοκα λόγω της μακράς τους ληκτότητας και των αποτελεσμάτων τους σε επίπεδο μόχλευσης.

Στην περίπτωση των χρηματιστηριακών παραγώγων, ο τόπος διαπραγμάτευσης ή ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος απαντά εγγράφως εντός έξι μηνών, αντί τριών μηνών για άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα, και καθιστά δυνατή την πρόσβαση εντός τριών μηνών από την παροχή θετικής απάντησης στην αίτηση πρόσβασης. Όταν μια αρμόδια αρχή, ο τόπος διαπραγμάτευσης ή ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος αρνείται να χορηγήσει πρόσβαση, παρέχει πλήρη αιτιολόγηση της απόφασής της/του και ενημερώνει σχετικά τις οικείες αρμόδιες αρχές.

Ο κανονισμός MiFIR προβλέπει ακόμη μεταβατική ρύθμιση για τους τόπους διαπραγμάτευσης που παρέχουν συναλλαγές σε χρηματιστηριακά παράγωγα ετήσιας ονομαστικής αξίας κάτω του 1 000 000 εκατ. EUR¹⁰, ποσό που μπορεί να απαλλαγεί από τις διατάξεις παροχής ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης για περίοδο 30 μηνών (και μέχρι 60 μήνες υπό ορισμένες προϋποθέσεις¹¹) από την ημερομηνία εφαρμογής του κανονισμού MiFIR.

Τέλος, σύμφωνα με το άρθρο 52 παράγραφος 12 του κανονισμού MiFIR και βάσει των συμπερασμάτων της παρούσας έκθεσης, η Επιτροπή δύναται να αποφασίσει την εξαίρεση των χρηματιστηριακών παραγώγων από το πεδίο εφαρμογής των άρθρων 35 και 36 του κανονισμού MiFIR για διάστημα έως 30 μηνών με βάση εκτίμηση κινδύνου που διενεργείται

⁸ Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός της Επιτροπής, της 24ης Ιουνίου 2016, για τη συμπλήρωση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 600/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα για την πρόσβαση στην εκκαθάριση σχετικά με τους τόπους διαπραγμάτευσης και τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους.

⁹ Βλ. την εντολή που δίνεται στην ESMA, δυνάμει του άρθρου 35 παράγραφος 6 και του άρθρου 36 παράγραφος 6, να καταρτίζει σχέδια ρυθμιστικών τεχνικών προτύπων.

¹⁰ Άρθρο 36 παράγραφος 5 του κανονισμού MiFIR.

¹¹ Σύμφωνα με το άρθρο 36 παράγραφος 5 του κανονισμού MiFIR, τόπος διαπραγμάτευσης που παραμένει κάτω από το όριο του 1 000 000 εκατ. EUR όσον αφορά την ετήσια ονομαστική αξία συναλλαγών σε χρηματιστηριακά παράγωγα για τους πρώτους 30 μήνες της περιόδου απαλλαγής δύναται να εξακολουθήσει να μην υπόκειται στην υποχρέωση του προαναφερόμενου άρθρου για επιπλέον 30 μήνες.

από την ESMA σε διαβούλευση με την ΕΕΣΚ. Το άρθρο 54 παράγραφος 2 του κανονισμού MiFIR προβλέπει περαιτέρω ότι εάν η Επιτροπή αποφασίσει να μην εξαιρέσει προσωρινά τα χρηματιστηριακά παράγωγα από το πεδίο εφαρμογής των άρθρων 35 και 36 του κανονισμού MiFIR, ένας κεντρικός αντισυμβαλλόμενος ή ένας τόπος διαπραγμάτευσης μπορεί να ζητήσει από την αρμόδια αρχή του άδεια να κάνει χρήση των μεταβατικών ρυθμίσεων. Η αρμόδια αρχή δύναται να αξιολογήσει τους κινδύνους που απορρέουν από την εφαρμογή της ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης όσον αφορά τα χρηματιστηριακά παράγωγα στην εύρυθμη λειτουργία του οικείου κεντρικού αντισυμβαλλόμενου ή τόπου διαπραγμάτευσης, και δύναται να αποφασίσει την εξαίρεση του οικείου κεντρικού αντισυμβαλλόμενου ή τόπου διαπραγμάτευσης από τις υποχρεώσεις πρόσβασης για μεταβατική περίοδο έως τις 3 Ιουλίου 2020.

4. ΔΟΜΗ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η εκτίμηση κινδύνου της ESMA δημοσιεύτηκε τον Απρίλιο του 2016, ήτοι όταν δεν είχαν ακόμη αρχίσει ή είχαν μόλις αρχίσει να εφαρμόζονται νέες κανονιστικές απαιτήσεις που επιδιώκουν να διασφαλίσουν ότι i) η διαπραγμάτευση ρευστών και τυποποιημένων παραγώγων διενεργείται κατά το δυνατόν σε τόπους διαπραγμάτευσης και ότι ii) η εκκαθάριση τόσο των σχετικών εξωχρηματιστηριακών παραγώγων όσο και των χρηματιστηριακών παραγώγων γίνεται κεντρικά με σκοπό τον περιορισμό του συστημικού κινδύνου.

Από κοινού με την ΕΕΣΚ, η ESMA εκτιμά ότι η υποχρέωση διαπραγμάτευσης σε τόπο διαπραγμάτευσης που θεσπίζεται με το άρθρο 28 του κανονισμού MiFIR για εξωχρηματιστηριακά παράγωγα που πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις αναμένεται να αυξήσει τον αριθμό των παραγώγων των οποίων η διαπραγμάτευση γίνεται σε τόπους διαπραγμάτευσης¹², περιλαμβανομένων των ρυθμιζόμενων αγορών. Τα παράγωγα που έχουν υπαχθεί σε ρυθμιζόμενες αγορές θα θεωρούνται επομένως ως χρηματιστηριακά παράγωγα και κατά συνέπεια θα υπόκεινται στην υποχρέωση εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών παραγώγων από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο σύμφωνα με το άρθρο 29 του κανονισμού MiFIR.

Σύμφωνα με τα συμπεράσματα της ESMA, η ευρωπαϊκή αγορά παραγώγων αφορά ως επί το πλείστον εξωχρηματιστηριακά παράγωγα. Μέχρι το τέλος του Ιουνίου 2016, το συνολικό μέγεθος της αγοράς χρηματιστηριακών παραγώγων κυμαινόταν ελαφρώς άνω του 10% της συνολικής αγοράς παραγώγων η οποία με τη σειρά της ακολουθεί πτωτική τάση από το 2008¹³. Όσον αφορά την ονομαστική αξία άληκτων συμβάσεων, η αγορά χρηματιστηριακών παραγώγων αποτελείται κατά κύριο λόγο από παράγωγα επιτοκίων τα οποία επιμερίζονται σε 60% δικαιώματα προαίρεσης και 40% συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης.

¹² Η υποχρέωση διαπραγμάτευσης του άρθρου 28 του κανονισμού MiFIR θεωρείται ότι εκπληρώνεται όταν η συναλλαγή πραγματοποιείται σε ρυθμιζόμενη αγορά, αλλά και σε πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης και μηχανισμούς οργανωμένης διαπραγμάτευσης.

¹³ Βλ. Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών, Triennial Central Bank Survey - OTC derivatives positions at end-June 2016 (Τριετής έρευνα για τις κεντρικές τράπεζες - Θέσεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων στο τέλος Ιουνίου 2016), πίνακας 1, Νομισματικό και Οικονομικό Τμήμα, 11 Δεκεμβρίου 2016, http://www.bis.org/publ/otc_hy1612/triensurvstatannex.pdf

Η εκτίμηση κινδύνου της ESMA επισημαίνει επίσης μια σταθερότητα στη σημαντική μείωση του ποσοστού της ονομαστικής αξίας άληκτων συμβάσεων χρηματιστηριακών παραγώγων υπό εκκαθάριση σε καθημερινή βάση τα τελευταία χρόνια, με την σταδιακή στροφή προς μέσα μεγαλύτερης ληκτότητας.

Σύμφωνα με την ESMA, η ευρωπαϊκή αγορά χρηματιστηριακών παραγώγων χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό συγκέντρωσης τόσο σε επίπεδο διαπραγμάτευσης όσο και σε επίπεδο εκκαθάρισης, σε συνδυασμό με καθιερωμένη δομή αγοράς όπου οι δεσπόζουσες δομές διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης αποτελούν μέρος των ίδιων καθιερωμένων ομίλων. Το 2014, ο μεγαλύτερος κεντρικός αντισυμβαλλόμενος ως προς τον αριθμό συναλλαγών σε χρηματιστηριακά παράγωγα υπό εκκαθάριση κατείχε μερίδιο αγοράς 58%, ενώ οι τρεις μεγαλύτεροι κατείχαν από κοινού το 90% της αγοράς. Τα υπόλοιπα μερίδια της αγοράς επιμερίζονται μεταξύ διαφόρων μικρότερων παραγόντων.

Αξιολογώντας τη δομή αγοράς με βάση την κατηγορία στοιχείων ενεργητικού, η ESMA καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η αγορά χαρακτηρίζεται από ακόμη μεγαλύτερο βαθμό συγκέντρωσης με ένα διαπραγματεύσιμο χαρτοφυλάκιο να κατέχει άνω του 70% των μετοχικών χρηματιστηριακών παραγώγων ως προς την υπό διαπραγμάτευση αξία και ένα άλλο χαρτοφυλάκιο να κατέχει περίπου το 80% των ομολογιακών χρηματιστηριακών παραγώγων και πάλι ως προς την υπό διαπραγμάτευση αξία.

Η περίπτωση των χρηματιστηριακών παραγώγων επί βασικών εμπορευμάτων διαφέρει ελαφρώς – με εξαίρεση τα ενεργειακά χρηματιστηριακά παράγωγα – καθώς η αγορά χρηματιστηριακών παραγώγων επί βασικών εμπορευμάτων χαρακτηρίζεται από υψηλό επίπεδο εξειδίκευσης και χαμηλό βαθμό αλληλοεπικάλυψης μεταξύ τόπων διαπραγμάτευσης και κεντρικών αντισυμβαλλόμενων.

Παράλληλα, στην αγορά εξωχρηματιστηριακών παραγώγων, η συνεχιζόμενη εφαρμογή της υποχρέωσης εκκαθάρισης του κανονισμού EMIR έχει ήδη οδηγήσει, και θα συνεχίσει να οδηγεί, στην υπαγωγή σε κεντρική εκκαθάριση ενός μεγάλου ποσοστού των διαπραγματεύσιμων συμβάσεων εξωχρηματιστηριακών παραγώγων. Σύμφωνα με τα ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα της ESMA δυνάμει του κανονισμού EMIR, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει πράγματι εγκρίνει ήδη κατ' εξουσιοδότηση πράξεις για την κεντρική εκκαθάριση παραγώγων επιτοκίων (σε UR, GBP, JPY, USD, NOK, PLN και SEK) και του δείκτη συμβολαίων ασφάλισης πιστωτικού κινδύνου (CDS) σε EUR¹⁴, επιτυγχάνοντας έτσι την υπαγωγή σε εκκαθάριση περίπου του 70% της αγοράς εξωχρηματιστηριακών παραγώγων

¹⁴ Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) 2015/2205 της Επιτροπής, της 6ης Αυγούστου 2015, για τη συμπλήρωση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα για την υποχρέωση εκκαθάρισης· Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) 2016/592 της Επιτροπής, της 1ης Μαρτίου 2016, για τη συμπλήρωση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα για την υποχρέωση εκκαθάρισης· Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) 2016/1178 της Επιτροπής, της 10ης Ιουνίου 2016, για τη συμπλήρωση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα για την υποχρέωση εκκαθάρισης.

των εν λόγω κατηγοριών¹⁵. Θα πρέπει να σημειωθεί ακόμη ότι, αν και η προσφορά υπηρεσιών εκκαθάρισης χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερα υψηλό βαθμό συγκέντρωσης, υπηρεσίες εκκαθάρισης παραγώγων επιτοκίων παρέχουν έξι διαφορετικοί κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι.

Η Επιτροπή σημειώνει ότι i) τα παράγωγα επιτοκίων αντιπροσωπεύουν το βασικό μερίδιο της αγοράς χρηματιστηριακών παραγώγων· ii) η υποχρέωση διαπραγμάτευσης του κανονισμού MiFIR ενδέχεται να έχει ως συνέπεια την υπαγωγή στον ορισμό των χρηματιστηριακών παραγώγων ενός μέρους των παραγώγων επιτοκίων· iii) η υποχρέωση διαπραγμάτευσης του κανονισμού EMIR εφαρμόζεται ήδη στα παράγωγα επιτοκίων και iv) παρά τη συγκέντρωση της αγοράς η αγορά παραγώγων επιτοκίων επιμερίζεται μεταξύ έξι διαφορετικών κεντρικών αντισυμβαλλόμενων. Η Επιτροπή συμφωνεί επομένως με τα συμπεράσματα της ESMA ότι τα παράγωγα επιτοκίων είναι η πλέον κατάλληλη κατηγορία στοιχείων ενεργητικού για την εκτίμηση των επιπτώσεων της εφαρμογής των διατάξεων παροχής ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης όσον αφορά τα χρηματιστηριακά παράγωγα.

5. ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΤΩΝ ΔΙΑΤΑΞΕΩΝ ΠΑΡΟΧΗΣ ΑΝΟΙΚΤΗΣ ΚΑΙ ΜΗ ΔΙΑΚΡΙΤΙΚΗΣ ΠΡΟΣΒΑΣΗΣ ΓΙΑ ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ

Παρότι οι διατάξεις παροχής ανοικτής πρόσβασης του κανονισμού MiFIR δεν εφαρμόζονται ακόμη, η ESMA αναφέρει στην έκθεσή της ότι ορισμένοι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι και τόποι διαπραγμάτευσης του EOX έχουν ήδη αναπτύξει και χρησιμοποιούν με επιτυχία ρυθμίσεις πρόσβασης είτε για χρηματιστηριακά παράγωγα είτε για εξωχρηματιστηριακά παράγωγα¹⁶. Η ESMA εκτιμά ότι οι ρυθμίσεις πρόσβασης που εφαρμόζονται από υποδομές της αγοράς δυνάμει των διατάξεων του κανονισμού EMIR¹⁷ δεν έχουν εγείρει μέχρι στιγμής κάποιον αξιοσημείωτο συστημικό κίνδυνο, και τούτο παρά το γεγονός ότι τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα είναι σε γενικές γραμμές λιγότερο τυποποιημένα και περισσότερο πολύπλοκα σε σχέση με τα χρηματιστηριακά παράγωγα.

Εντούτοις, σε συμφωνία με την εκτίμηση της ESMA, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή είναι της άποψης ότι οι ρυθμίσεις πρόσβασης που ισχύουν επί του παρόντος για τα χρηματιστηριακά παράγωγα δύνανται καταρχήν να εγκυμονούν ακόμη κινδύνους οι οποίοι θα μπορούσαν ενδεχομένως να απειλήσουν την ομαλή και εύρυθμη λειτουργία των αγορών ή να επηρεάσουν αρνητικά τον συστημικό κίνδυνο.

Υπό αυτήν την προοπτική, και λαμβάνοντας υπόψη την εκτίμηση μακροπροληπτικού κινδύνου της ΕΕΣΚ, η ESMA επισημαίνει μια σειρά δυνητικών κινδύνων οι οποίοι μπορεί ενδεχομένως να προκύψουν από την εφαρμογή των διατάξεων παροχής ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης σε χρηματιστηριακά παράγωγα δυνάμει του κανονισμού MiFIR.

¹⁵ Η σταδιακή εφαρμογή ξεκίνησε στις 21 Ιουνίου 2016· Βλ. *Εκτίμηση κινδύνου για την προσωρινή εξαίρεση των χρηματιστηριακών παραγώγων από τα άρθρα 35 και 36 του κανονισμού MiFIR* της ESMA, 4 Απριλίου 2016, διάγραμμα 11, σ. 10.

¹⁶ Βλ. *Εκτίμηση κινδύνου για την προσωρινή εξαίρεση των χρηματιστηριακών παραγώγων από τα άρθρα 35 και 36 του κανονισμού MiFIR* της ESMA, 4 Απριλίου 2016, πίνακας 2, σ. 16.

¹⁷ Άρθρα 7 και 8 του κανονισμού EMIR.

5.1 Κίνδυνος από την παροχή ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης σε επίπεδο κεντρικού αντισυμβαλλόμενου

Η παροχή ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης σε κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους θα διασφαλίσει ότι οι τόποι διαπραγμάτευσης θα μπορούν να εκκαθαρίζουν τις συναλλαγές τους στον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο της επιλογής τους. Αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία ενόψει της αναμενόμενης εφαρμογής της υποχρέωσης διαπραγμάτευσης η οποία θα έχει ως συνέπεια την υπαγωγή πολλών εξωχρηματιστηριακών παραγώγων στο πεδίο εφαρμογής των διατάξεων παροχής ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης του κανονισμού MiFIR και είναι ενδεχομένως πιθανό να συνοδευτεί από την είσοδο στην αγορά νέων τόπων διαπραγμάτευσης χωρίς πρόσβαση σε καθετοποιημένους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους. Όπως επισημαίνει η ESMA στην εκτίμηση κινδύνου της, το κόστος διαπραγμάτευσης και το κόστος εκκαθάρισης συνδέονται στενά μεταξύ τους. Οι συμμετέχοντες στην αγορά αποτιμούν το κόστος διαπραγμάτευσης σε έναν τόπο διαπραγμάτευσης σε συνδυασμό με το συναφές κόστος εκκαθάρισης. Ένας τόπος διαπραγμάτευσης δεν δύναται να είναι ανταγωνιστικός αν δεν μπορεί να παρέχει πρόσβαση σε ελκυστικό κόστος εκκαθάρισης. Χωρίς τις εν λόγω διατάξεις, οι νέοι και μη καθετοποιημένοι τόποι διαπραγμάτευσης δεν θα μπορούσαν να εισέλθουν στην αγορά και δεν θα ήταν επομένως σε θέση να συμβάλουν στην προαγωγή περισσότερο ανταγωνιστικής και λιγότερο συγκεντρωτικής αγοράς.

Κίνδυνος συγκέντρωσης

Λαμβάνοντας υπόψη αυτούς τους στόχους, η Επιτροπή ασπάζεται τις απόψεις της ESMA ότι ένας από τους βασικούς κινδύνους που εγείρουν οι διατάξεις παροχής ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης για τα χρηματιστηριακά παράγωγα είναι ένας κίνδυνος εκ νέου συγκέντρωσης («αστοχία ενός μόνο σημείου»). Σύμφωνα με το εν λόγω σενάριο κινδύνου, η δυνατότητα των τόπων διαπραγμάτευσης να επιλέγουν τον κεντρικό τους αντισυμβαλλόμενο θα μπορούσε να έχει ως συνέπεια ο ελκυστικότερος κεντρικός αντισυμβαλλόμενος για συγκεκριμένη κατηγορία χρηματιστηριακών παραγώγων ή στοιχείων ενεργητικού να καθίσταται ο μοναδικός τόπος κεντρικής εκκαθάρισης. Το ίδιο θα μπορούσε να συμβεί και στην περίπτωση που οι συμμετέχοντες στην αγορά, στην προσπάθειά τους να μεγιστοποιήσουν την αποδοτικότητα του συμπηφισμού και να μειώσουν τις απαιτήσεις εξασφάλισης, επιλέγουν έναν μόνο (τον μεγαλύτερο) κεντρικό αντισυμβαλλόμενο.

Με δεδομένες, πάντως, τη δομή και τη δυναμική του ανταγωνισμού και της αγοράς, το σενάριο αυτό είναι μάλλον απίθανο να συμβεί. Η ESMA αναφέρει συγκεκριμένα στην έκθεσή της ότι μια τέτοια σημαντική στροφή, όσον αφορά την εκκαθάριση, προς έναν μόνο κεντρικό αντισυμβαλλόμενο θα αποτρεπόταν από τον κίνδυνο της πιθανής αύξησης εκ μέρους του εν λόγω κεντρικού αντισυμβαλλόμενου των τελών εκκαθάρισης για όλα τα μέλη του συστήματος εκκαθάρισής του σε τέτοιο βαθμό ώστε να μην είναι πια ελκυστικός για τους αντισυμβαλλόμενους. Επιπλέον, ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης είναι πιθανό να εκθέσει το χρηματοπιστωτικό σύστημα σε αστοχία ενός μόνο σημείου που θα έχει ως αποτέλεσμα πιθανές συστημικές επιπτώσεις και την αδυναμία των συμμετεχόντων στην αγορά να μεταφέρουν αποτελεσματικά τις θέσεις τους σε άλλον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο σε περίπτωση αστοχίας.

Η Επιτροπή συμφωνεί επίσης με τα συμπεράσματα της ΕΕΣΚ και της ESMA ότι η αγορά εκκαθάρισης στην ΕΕ χαρακτηρίζεται ήδη από υψηλό βαθμό συγκέντρωσης, με ορισμένες κατηγορίες χρηματιστηριακών παραγώγων ή στοιχείων ενεργητικού να εκκαθαρίζονται αποκλειστικά ή ως επί το πλείστον σε έναν κεντρικό αντισυμβαλλόμενο. Είναι μάλιστα δυνατό να αναμένει κανείς, ανεξάρτητα από την εφαρμογή των διατάξεων παροχής ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης, πιθανή αύξηση της συγκέντρωσης στο μέλλον συνεπεία «της “φυσικής” εμπορικής ανάπτυξης της επιχειρηματικής δραστηριότητας ενός κεντρικού αντισυμβαλλόμενου όταν οι υπηρεσίες του ανταποκρίνονται με επιτυχία στις προτιμήσεις των συμμετεχόντων στην αγορά»¹⁸.

Από την άλλη πλευρά, θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι ο λόγος για τη συγκέντρωση που παρατηρείται επί του παρόντος στην αγορά είναι τα υφιστάμενα εμπόδια εισόδου σε αυτήν, τα οποία ακριβώς επιδιώκουν να περιορίσουν οι διατάξεις παροχής ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης. Στην πράξη, όταν οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να ζητήσουν πρόσβαση σε τόπο διαπραγμάτευσης δυνάμει διάταξης παροχής ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης του κανονισμού MiFIR, μειώνονται τα εμπόδια εισόδου για νέους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους.

Η Επιτροπή σημειώνει ότι οι κανονισμοί EMIR και MiFIR προβλέπουν ρήτρες διασφάλισης για την αντιμετώπιση του προαναφερόμενου κινδύνου συγκέντρωσης. Πρώτον, οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι ρυθμίζονται από τις οικείες αρμόδιες αρχές δυνάμει του κανονισμού EMIR ο οποίος καθορίζει την οργάνωση της άσκησης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, τα πρότυπα προληπτικής εποπτείας και τους κανόνες μακροπροληπτικής εποπτείας για τους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους. Δεύτερον, ο κανονισμός MiFIR παρέχει στις αρμόδιες αρχές την εξουσία να αρνούνται την πρόσβαση σε κεντρικό αντισυμβαλλόμενο όταν ο τελευταίος συνιστά απειλή για την ομαλή και εύρυθμη λειτουργία των αγορών ή επηρεάζει αρνητικά τον συστημικό κίνδυνο ή απαιτεί ρύθμιση διαλειτουργικότητας.

Επιχειρησιακός κίνδυνος

Άλλη σημαντική δέσμη κινδύνων είναι εκείνη του αδικαιολόγητου κινδύνου του οποίου η διαχείριση δεν είναι δυνατή από τον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο βάσει του αναμενόμενου ύψους των συναλλαγών του τόπου διαπραγμάτευσης, του επιχειρησιακού κινδύνου και της πολυπλοκότητας, καθώς και βάσει άλλων παραγόντων που δημιουργούν σημαντικούς αδικαιολόγητους κινδύνους¹⁹. Η ESMA εκτιμά ότι αυτοί οι κίνδυνοι θα μπορούσαν να αυξήσουν δυνητικά τον συστημικό κίνδυνο επηρεάζοντας τα μέλη των συστημάτων εκκαθάρισης άλλων κεντρικών αντισυμβαλλόμενων.

Ως προς αυτό, παράλληλα με τις απαιτήσεις του τίτλου IV του κανονισμού EMIR όσον αφορά την οργάνωση, τους κανόνες άσκησης επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και την προληπτική εποπτεία, ο κανονισμός MiFIR παρέχει στους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους τη δυνατότητα να αρνούνται την πρόσβαση στην περίπτωση που, αφού καταβάλουν κάθε εύλογη προσπάθεια να διαχειριστούν τους εν λόγω κινδύνους, καταλήξουν στο συμπέρασμα

¹⁸ Απάντηση της ΕΕΣΚ στην ESMA σχετικά με την προσωρινή εξαίρεση των χρηματιστηριακών παραγώγων από τα άρθρα 35 και 36 του κανονισμού MiFIR, 9 Φεβρουαρίου 2016, σ. 4.

¹⁹ Άρθρο 35 παράγραφος 6 στοιχείο α) του κανονισμού MiFIR.

ότι εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικοί αδικαιολόγητοι κίνδυνοι που δεν είναι διαχειρίσιμοι²⁰.

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, η Επιτροπή εκτιμά ότι οι διατάξεις παροχής ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης σε κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους για χρηματιστηριακά παράγωγα δυνάμει του κανονισμού MiFIR είναι πιθανό να έχουν συνολικά θετικό αντίκτυπο στην αγορά. Στις περιπτώσεις δε όπου δεν είναι δυνατό να αγνοηθούν οι δυνητικοί κίνδυνοι που απορρέουν από τέτοιες διατάξεις, η Επιτροπή εκτιμά ότι οι κανονισμοί MiFIR και EMIR προβλέπουν ήδη αυστηρές ρήτρες διασφάλισης για τον μετριασμό των αδικαιολόγητων επιχειρησιακών κινδύνων για κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους ή του αυξημένου συστημικού κινδύνου.

5.2 Κίνδυνος από την παροχή ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης σε επίπεδο τόπου διαπραγμάτευσης

Η παροχή ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης στους τόπους διαπραγμάτευσης παρέχει στους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους τη δυνατότητα να εκκαθαρίζουν διενεργηθείσες συναλλαγές στους τόπους διαπραγμάτευσης της επιλογής τους. Πέρα από την προαγωγή περισσότερο ανταγωνιστικού περιβάλλοντος, η εν λόγω διάταξη επιδιώκει να δώσει στα μέλη του συστήματος διαπραγμάτευσης ενός τόπου διαπραγμάτευσης, τη δυνατότητα να επιλέγουν τον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο στον οποίο επιθυμούν να εκκαθαρίσουν τις συναλλαγές τους, ακόμη και στην περίπτωση που ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος και ο τόπος διαπραγμάτευσης είναι καθετοποιημένοι στον ίδιο όμιλο.

Αυτό μπορεί να είναι ιδιαίτερα επωφελές για τους συμμετέχοντες στην αγορά που επιθυμούν να μεγιστοποιήσουν την αποδοτικότητα του συμψηφισμού και να μειώσουν τις απαιτήσεις εξασφάλισης για όλες τις θέσεις που κατέχουν σε διαφορετικούς τόπους διαπραγμάτευσης.

Επιπλέον, από τη σκοπιά της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, η Επιτροπή συμμερίζεται τις απόψεις της ESMA και της ΕΕΣΚ ότι ένα περιβάλλον με πολλούς κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους συμβάλλει στη μείωση του συστημικού κινδύνου μέσω της ενίσχυσης της δυνατότητας υποκατάστασής τους σε περίπτωση αστοχίας. Αν ένας κεντρικός αντισυμβαλλόμενος που συνδέεται με έναν τόπο διαπραγμάτευσης αντιμετωπίζει δυσκολίες, οι άλλοι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι που συνδέονται με τον εν λόγω τόπο διαπραγμάτευσης θα πρέπει να είναι σε θέση να συνεχίσουν να εκκαθαρίζουν τις συναλλαγές του.

Κίνδυνοι σε σχέση με τις ρυθμίσεις διαλειτουργικότητας

Σύμφωνα με το άρθρο 2 του κανονισμού EMIR, ως ρύθμιση διαλειτουργικότητας νοείται η ρύθμιση μεταξύ δύο ή περισσότερων κεντρικών αντισυμβαλλομένων, η οποία προβλέπει διασυστημική εκτέλεση των συναλλαγών. Αυτές οι ρυθμίσεις επιδιώκουν να διασφαλίσουν ότι δύο ή περισσότεροι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να αντιμετωπίσουν περιπτώσεις έκθεσης του ενός στον άλλον ως αποτέλεσμα της διαδικασίας μέσω της οποίας

²⁰ Άρθρα 1 έως 4 του τμήματος 1 του κατ' εξουσιοδότηση κανονισμού της Επιτροπής, της 24ης Ιουνίου 2016, για τη συμπλήρωση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 600/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα για την πρόσβαση στην εκκαθάριση σχετικά με τους τόπους διαπραγμάτευσης και τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους.

συμψηφίζουν τις συναλλαγές των συμμετεχόντων τους σε όλους τους συνδεδεμένους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους.

Ελλείπει ρύθμισης διαλειτουργικότητας, τα μέλη που κατέχουν θέσεις σε διάφορους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους θα βρίσκονταν αντιμέτωπα με ανεπάρκειες σε επίπεδο συμψηφισμού, υψηλότερες ανάγκες εξασφάλισης και κατακερματισμό της ρευστότητας, γεγονός που θα μείωνε το ενδιαφέρον των συμμετεχόντων στην αγορά για ένα περιβάλλον με πολλούς κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους. Από τη σκοπιά του συστημικού κινδύνου, η ESMA επισημαίνει στην έκθεσή της ότι ένα τέτοιο σενάριο θα ενίσχυε ακόμη περισσότερο αρνητικά την φιλοκυκλικότητα.

Παρότι οι περισσότεροι από τους κινδύνους που περιγράφονται ανωτέρω θα εξαλείφονταν αν οι διάφοροι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι που συνδέονται με έναν τόπο διαπραγμάτευσης χρησιμοποιούσαν ρυθμίσεις διαλειτουργικότητας, η Επιτροπή σημειώνει τη σοβαρή ανησυχία της ΕΕΣΚ για τον κίνδυνο δυνητικού πολλαπλασιασμού των ρυθμίσεων διαλειτουργικότητας που εγκυμονεί η εφαρμογή ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης στα χρηματιστηριακά παράγωγα. Πράγματι, οι ρυθμίσεις διαλειτουργικότητας του κανονισμού EMIR εφαρμόζονται μόνο σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς. Η ESMA και η ΕΕΣΚ προειδοποιούν περαιτέρω ότι η χρήση των εν λόγω ρυθμίσεων στο πλαίσιο των χρηματιστηριακών παραγώγων ενδέχεται να έχει ως συνέπεια τη σημαντική αύξηση της πολυπλοκότητας και του κινδύνου που αποτελούν εγγενή χαρακτηριστικά των παραγώγων, και επίσης ενδέχεται να έχει δυσμενείς συνέπειες στη συνολική διαχείριση κινδύνου της λειτουργίας σε επίπεδο κεντρικού αντισυμβαλλόμενου.

Η Επιτροπή εκτιμά, πάντως, ότι ο κανονισμός MiFIR προβλέπει ρήτρες διασφάλισης που εγγυώνται τον κατάλληλο μετριασμό των εν λόγω κινδύνων. Πρώτον, σύμφωνα με το άρθρο 36 παράγραφος 4 στοιχείο α), οι αρμόδιες αρχές αρνούνται την πρόσβαση στον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο εάν η πρόσβαση απαιτεί ρύθμιση διαλειτουργικότητας. Ρύθμιση διαλειτουργικότητας μπορεί επομένως να υπάρξει μεταξύ των διαφόρων κεντρικών αντισυμβαλλόμενων της διαπραγμάτευσης και του τόπου διαπραγμάτευσης μόνο εφόσον οι τελευταίοι έχουν δώσει τη συγκατάθεσή τους για τη ρύθμιση. Δεύτερον, σε περίπτωση που η ρύθμιση διαλειτουργικότητας απειλεί την ομαλή και εύρυθμη λειτουργία της αγοράς, οι αρμόδιες αρχές εξακολουθούν να αρνούνται την πρόσβαση στον τόπο διαπραγμάτευσης.

Επιχειρησιακός κίνδυνος

Ο κανονισμός MiFIR προβλέπει ακόμη επιχειρησιακούς κινδύνους που απορρέουν από την πολυπλοκότητα του αναμενόμενου ύψους των συναλλαγών, καθώς και από άλλους παράγοντες που δημιουργούν σημαντικούς αδικαιολόγητους κινδύνους.

Σε τέτοια περίπτωση, δυνάμει του άρθρου 36 παράγραφος 6 του κανονισμού MiFIR και σύμφωνα με τις διατάξεις που αναλύονται λεπτομερώς στα ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα για την πρόσβαση στην εκκαθάριση σχετικά με τους τόπους διαπραγμάτευσης και τους

κεντρικούς αντισυμβαλλομένους²¹, ο τόπος διαπραγμάτευσης δύναται να αρνηθεί την πρόσβαση.

6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η Επιτροπή σημειώνει ότι οι διατάξεις παροχής ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης του κανονισμού EMIR εφαρμόζονται ήδη στα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τις κινητές αξίες και τα μέσα χρηματαγοράς χωρίς προσωρινές εξαιρέσεις. Από την εκτίμηση της ESMA προκύπτει ότι εν λόγω ρυθμίσεις πρόσβασης δεν έχουν εγείρει κάποιον αξιοσημείωτο συστημικό κίνδυνο. Αξίζει δε να σημειωθεί ως προς αυτό ότι τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα είναι σε γενικές γραμμές λιγότερο τυποποιημένα και περισσότερο πολύπλοκα σε σχέση με τα χρηματιστηριακά παράγωγα. Είναι συνεπώς δυνατό να αναμένει κανείς ότι η εφαρμογή των διατάξεων παροχής ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης του κανονισμού MiFIR στα χρηματιστηριακά παράγωγα δεν θα επιφέρει μεγαλύτερη πολυπλοκότητα από ό,τι για τα χρηματιστηριακά παράγωγα.

Η εφαρμογή ανοικτής και μη διακριτικής πρόσβασης στα χρηματιστηριακά παράγωγα δυνάμει του κανονισμού MiFIR ενδέχεται, πάντως, να εγείρει κινδύνους οι οποίοι θα μπορούσαν δυνητικά να απειλήσουν την ομαλή και εύρυθμη λειτουργία των αγορών ή να επηρεάσουν αρνητικά τον συστημικό κίνδυνο. Ειδικότερα, η παρούσα έκθεση περιγράφει συνοπτικά διάφορους δυνητικούς κινδύνους και συγκεκριμένα κινδύνους που έχουν σχέση με i) τη συγκέντρωση των δραστηριοτήτων διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης σε καθετοποιημένους ομίλους, και με ii) τον δυνητικό πολλαπλασιασμό των ρυθμίσεων διαλειτουργικότητας που θα αυξήσει σημαντικά τον βαθμό πολυπλοκότητας της συνολικής διαχείρισης κινδύνου διαλειτουργικών κεντρικών αντισυμβαλλόμενων.

Αφού εξέτασε τους εν λόγω κινδύνους, η Επιτροπή εκτιμά ότι το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο, ήτοι οι κανονισμοί MiFIR και EMIR, αντιμετωπίζει κατάλληλα τους εντοπισθέντες δυνητικούς κινδύνους. Επιπροσθέτως της ρύθμισής τους από τις οικείες αρμόδιες αρχές, ο κανονισμός EMIR καθορίζει την οργάνωση της άσκησης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, τα πρότυπα προληπτικής εποπτείας και τους κανόνες μακροπροληπτικής εποπτείας για τους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους. Παράλληλα, ο κανονισμός MiFIR παρέχει τη δυνατότητα στους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους, τους τόπους διαπραγμάτευσης και τις οικείες αρχές να αρνούνται την πρόσβαση στη συναφή υποδομή, σύμφωνα με όσα αναλύονται λεπτομερώς στο ρυθμιστικό τεχνικό πρότυπο για την πρόσβαση στην εκκαθάριση σχετικά με τους τόπους διαπραγμάτευσης και τους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους, σε περίπτωση που ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος, ο τόπος διαπραγμάτευσης ή η αγορά είναι ενδεχομένως σε κίνδυνο.

Με βάση τα ανωτέρω, η Επιτροπή καταλήγει στο συμπέρασμα ότι δεν είναι αναγκαίο να εξαιρεθούν προσωρινά τα χρηματιστηριακά παράγωγα από το πεδίο εφαρμογής των άρθρων 35 και 36 του κανονισμού MiFIR.

²¹ Άρθρα 5 έως 8 του τμήματος 2 του κατ' εξουσιοδότηση κανονισμού της Επιτροπής, της 24ης Ιουνίου 2016, για τη συμπλήρωση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 600/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα για την πρόσβαση στην εκκαθάριση σχετικά με τους τόπους διαπραγμάτευσης και τους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους.