



Brüssel, 11.9.2017  
COM(2017) 468 final

**KOMISJONI ARUANNE EUROOPA PARLAMENDILE JA NÕUKOGULE**

**vajaduse kohta arvata börsil kaubeldavad tuletisinstrumentid ajutiselt määruse (EL) nr 600/2014 (finantsinstrumentide turgude kohta) artiklite 35 ja 36 kohaldamisalast välja**

# KOMISJONI ARUANNE EUROOPA PARLAMENDILE JA

## NÕUKOGULE

**vajaduse kohta arvata börsil kaubeldavad tuletisinstrumentid ajutiselt määruse (EL) nr 600/2014 (finantsinstrumentide turgude kohta) artiklite 35 ja 36 kohaldamisalast välja**

### 1. SISSEJUHATUS

Selles Euroopa Parlamendile ja nõukogule esitatavas aruandes (edaspidi „**aruanne**“) hinnatakse vajadust arvata börsil kaubeldavad tuletisinstrumentid ajutiselt määruse (EL) nr 600/2014 (finantsinstrumentide turgude kohta) (edaspidi „**finantsinstrumentide turgude määrus**“) artiklite 35 ja 36 kohaldamisalast välja. Artikli 52 lõike 12 kohaselt peab Euroopa Komisjon esitama Euroopa Parlamendile ja nõukogule aruande vajaduse kohta arvata börsil kaubeldavad tuletisinstrumentid finantsinstrumentide turgude määruse artiklite 35 ja 36 sätetest (milles käsitletakse mittediskrimineerivat juurdepääsu kesksetele vastaspooltele ja kauplemiskohtadele) ajutiselt välja kuni kolmekümneks kuuks pärast 3. jaanuari 2018.

Finantsinstrumentide turgude määruse artikli 52 lõikes 12 on sätestatud, et Euroopa Komisjon peaks koostama aruande Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve (edaspidi „ESMA“) tehtud riskihindamise põhjal Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukoguga (edaspidi „ESRN“) konsulteerides ja võtma arvesse riske, mis tulenevad börsil kaubeldavate tuletisinstrumentidega seoses avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu sätetest ja mis mõjutavad finantsturgude üldist stabiilsust ja korrakohast toimimist kogu liidus. 2015. aasta juulis palus komisjon ESMA-l koostöös ESRNiga selline riskihindamine ellu viia. ESMA esitas oma riskihinnangu<sup>1</sup> 31. märtsil 2016 ESRNi arvamuse põhjal, mis avaldati 9. veebruaril 2016<sup>2</sup>.

Riskihindamise elluviimisel palus komisjon ESMA-l: i) teha kindlaks võimalikud riskitegurid ja hinnata nende tõenäosust ning finantsüsteemidele avalduva kahjustava mõju suurust; ii) hinnata süsteemse riski olemasolu riskitegurite põhjal, mida võib pidada iseloomulikuks finantsinstrumentide turgude määruse kohasele juurdepääsukorrale, ning iii) lisada oma väidete toetuseks üksikasjaliku kvalitatiivse ja kvantitatiivse analüüsi.

Komisjon võtab arvesse seda, et kuna puudub teave finantsinstrumentide turgude määruse kohase börsil kaubeldavate tuletisinstrumentidega seotud juurdepääsukorra toimimise kohta, polnud ESMA-l võimalik komisjoni nõutud kvantitatiivset hindamist ellu viia.

<sup>1</sup> ESMA, „Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR“, 4. aprill 2016, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-461\\_etd\\_final\\_report.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-461_etd_final_report.pdf).

<sup>2</sup> „ESRB response to ESMA on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 of MiFIR“, 9. veebruar 2016, [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/160210\\_ESRB\\_response.pdf?b34727f97ef6c1ef3a9fd58f3d67035e](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/160210_ESRB_response.pdf?b34727f97ef6c1ef3a9fd58f3d67035e).

## **2. ARUANDEGA HÕLMATUD VALDKONNAD**

Nagu ka määruses (EL) nr 648/2012 börsiväliste tuletisinstrumentide kohta (edaspidi „Euroopa turu infrastruktuuri määrus“), on finantsinstrumentide turgude määruses kehtestatud börsil kaubeldavate tuletisinstrumentide kliirimiskohustus<sup>3</sup> ning vabalt võõrandatavate väärtpaberite, rahaturuinstrumentide ning börsil kaubeldavate tuletisinstrumentide puhul mittediskrimineeriv ja läbipaistev juurdepääs kesksetele vastaspooltele ja kauplemiskohtadele.

Euroopa turu infrastruktuuri määruses on börsiväline tuletisinstrument määratletud kui tuletisleping, mida ei sõlmita reguleeritud turul ega kolmanda riigi turul, mis on tunnistatud samaväärseks reguleeritud turuga<sup>4</sup>. Seevastu börsil kaubeldav tuletisinstrument on finantsinstrumentide turgude määruses määratletud<sup>5</sup> kui „tuletisinstrument, millega kaubeldakse reguleeritud turul või kolmanda riigi turul, mis on tunnistatud samaväärseks reguleeritud turuga“, ja see ei kuulu seega Euroopa turu infrastruktuuri määruses esitatud börsivälise tuletisinstrumenti määratluse alla.

Seega kui finantsinstrumentide turgude määruse avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu sätteid kohaldatakse vähemalt reguleeritud turul kaubeldavatele tuletisinstrumentidele, siis Euroopa turu infrastruktuuri määruse avatud juurdepääsu sätteid kohaldatakse vaid börsiväliselt kaubeldavatele tuletisinstrumentidele, sealhulgas mitmepoolsetes või organiseeritud kauplemissüsteemides kaubeldavatele tuletisinstrumentidele, tingimusel et nendega ei kaubelda muidu reguleeritud turul ega kolmanda riigi turul, mis on tunnistatud samaväärseks reguleeritud turuga.

Finantsinstrumentide turgude määruse artikli 52 lõike 12 kohaselt käsitletakse selles aruandes vaid börsil kaubeldavaid tuletisinstrumente ja seega mitte vabalt võõrandatavaid väärtpabereid, rahaturuinstrumente ega börsiväliseid tuletisinstrumente.

## **3. MITTEDISKRIMINEERIVA JUURDEPÄÄSU SÄTTED FINANTSINSTRUMENTIDE TURGUDE MÄÄRUSES**

Avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu sätete eesmärk on tugevdada konkurentsi kauplemiskohtade ja kesksete vastaspoolte vahel ning kokkuvõttes vähendada jaeinvestorite kulusid nii kesksete vastaspoolte kui ka kauplemiskohtade tasandil esineda võiva diskrimineeriva käitumise ärahoidmise kaudu.

Finantsinstrumentide turgude määruse artiklis 35 on sätestatud, et keskne vastaspool võimaldab kauplemiskohtadele juurdepääsu kedagi diskrimineerimata ja läbipaistval viisil, et kliirida tehinguid sõltumata kauplemiskohast, kus need tehti. Selles kontekstis on avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu eesmärk tagada kauplemiskoha õigus mittediskrimineerivale kohtlemisele tema platvormil kaubeldavate lepingute puhul osas, mis puudutab i) tagatisele esitatavaid nõudeid ja majanduslikult samaväärsete lepingute tasaarvestust ning ii) risttagatiste andmist sama keskse vastaspoole poolt kliiritud

---

<sup>3</sup> Finantsinstrumentide turgude määruse artikli 29 lõige 1.

<sup>4</sup> Euroopa turu infrastruktuuri määruse artikli 2 lõige 7.

<sup>5</sup> Finantsinstrumentide turgude määruse artikli 2 lõige 32.

korreleeruvate lepingutega. See peaks andma kauplemiskohtadele võimaluse otsustada, milline keskne vastaspool (või millised kesksed vastaspool) võivad nende platvormidel sooritatud tehinguid kliirida.

Samal ajal on finantsinstrumentide turgude määruse artiklis 36 täpsustatud, et kesksetele vastaspooltele, kes soovivad kliirida kauplemiskohas tehinguid, võimaldab see kauplemiskoht kedagi diskrimineerimata ning läbipaistvalt taotluse alusel juurdepääsu kauplemisteabele.

Finantsinstrumentide turgude määrukses arvestati aga võimalusega, et teataval asjaoludel võib avatud juurdepääs kesksetele vastaspooltele ja kauplemiskohtadele tekitada riske ja sellel võib olla puudusi, mis kaaluvad üles suurema konkurentsi poliitilised eesmärgid. Sellega seoses on finantsinstrumentide turgude määruse artiklites 35 ja 36 kehtestatud tingimused, mille korral võib juurdepääsu võimaldamisest keelduda. Kesksed vastaspoolte ja kauplemiskoha pädevad asutused võivad seega keelduda juurdepääsu võimaldamisest konkreetsele kesksele vastaspoolele või kauplemiskohale, kui juurdepääsu võimaldamine i) ohustaks turu sujuvat ja korralikult toimimist, eelkõige likviidsuse killustumise tõttu, või mõjutaks negatiivselt süsteemset riski või ii) nõuaks koostalitluskokkulepet (börsil kaubeldavate tuletisinstrumentide korral), välja arvatud juhul, kui kauplemiskoht ja kesksed vastaspool on selle kokkuleppega nõus ning kokkuleppe tõttu tekkivad riskid on kollateraliseeritud kolmanda osapoole tasandil<sup>6</sup>. Kesksed vastaspoolte ja kauplemiskohad võivad juurdepääsu võimaldamisest keelduda ka siis, kui see tekitab märkimisväärset ebakohast riski, mida pole võimalik tehingute eeldavata mahu, operatsiooniriski ja keerukuse ning muude märkimisväärseid ebakohaseid riske tekitavate tegurite tõttu juhtida<sup>7</sup>.

Need tingimused on üksikasjalikult kindlaks määratud regulatiivses tehnilises standardis, mis käsitleb kauplemiskohtade ja kesksete vastaspoolte juurdepääsu kliiringule<sup>8</sup> ja mis hõlmab ka tingimusi, mille korral juurdepääs antakse, teatamise korda ja teisi nõudeid<sup>9</sup>. Eelkõige täpsustatakse tehnilises standardis eri riske, tuginedes kas tehingute prognoositavale mahule, operatsiooniriskile ja keerukusele või muudele teguritele, mis tekitavad märkimisväärseid ebakohaseid riske (nt uus toode, oht keskse vastaspoole või kauplemiskoha majanduslikule elujõulisusele, õiguslik risk või vastuolu kauplemise ja kliirimise eeskirjade vahel).

Lisaks on finantsinstrumentide turgude määrukses kehtestatud konkreetsed sätted, et võtta piisavalt arvesse börsil kaubeldavate tuletisinstrumentide keerukust ja sellest tulenevaid probleeme, mis võivad kaasneda avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsuga. Eelkõige on börsil kaubeldavad tuletisinstrumentid keerukad oma pikkade tähtaegade ja pakutava finantsvõimenduse tõttu.

Börsil kaubeldavate tuletisinstrumentide puhul peab kauplemiskoht või keskne vastaspool andma kirjaliku vastuse kuue kuu jooksul, mitte kolme kuu jooksul nagu muude

---

<sup>6</sup> Finantsinstrumentide turgude määruse artikli 35 lõiked 1 ja 4 ning artikli 36 lõige 4.

<sup>7</sup> Finantsinstrumentide turgude määruse artikli 35 lõike 6 punkt a ja artikli 36 lõike 6 punkt a.

<sup>8</sup> Komisjoni 24. juuni 2016. aasta delegeeritud määrus, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust nr 600/2014 seoses regulatiivsete tehniliste standarditega, mis käsitlevad kauplemiskohtade ja kesksete vastaspoolte juurdepääsu kliiringule.

<sup>9</sup> Vt artikli 35 lõike 6 ja artikli 36 lõike 6 kohast ESMA volitust koostada regulatiivsete tehniliste standardite eelnõu.

finantsinstrumentide puhul, ja tegema juurdepääsu võimalikuks kolme kuu jooksul pärast juurdepääsutaotlusele positiivse vastuse andmist. Kui pädev asutus, kauplemisskoht või keskne vastaspool keeldub juurdepääsu andmisest, peab ta esitama ammendavad põhjendused, millele otsus tugineb, ning teavitama asjaomaseid pädevaid asutusi.

Finantsinstrumentide turgude määruses on ka sätestatud üleminekukord kauplemiskohtadele, mis pakuvad kauplemise keskkonda börsil kaubeldavatele tuletisinstrumentidele ja mille kauplemise aastane nimiväärtus on alla 1 triljoni euro<sup>10</sup>; need kauplemiskohad võivad loobuda avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu sätete kohaldamisest kolmekümneks kuuks (ja teataval tingimustel kuni kuuekümneks kuuks<sup>11</sup>) alates finantsinstrumentide turgude määruse kohaldamisest.

Komisjon võib finantsinstrumentide turgude määruse artikli 52 lõike 12 kohaselt ja selle aruande järeldustest sõltuvalt otsustada arvata börsil kaubeldavad tuletisinstrumentid ESRNiga konsulteerides ellu viidud ESMA riskihindamise põhjal finantsinstrumentide turgude määruse artiklite 35 ja 36 kohaldamisalast välja kuni kolmekümneks kuuks. Lisaks on finantsinstrumentide turgude määruse artikli 54 lõikes 2 sätestatud, et kui komisjon ei otsusta börsil kaubeldavaid tuletisinstrumente ajutiselt finantsinstrumentide turgude määruse artiklite 35 ja 36 kohaldamisalast välja arvata, võib keskne vastaspool või kauplemisskoht taotleda oma pädevalt asutuselt luba kasutada üleminekukorda. Pädev asutus võib hinnata ohte asjaomase keskse vastaspoole või kauplemiskoha korra kohasele toimimisele, mis tulenevad avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu kohaldamisest seoses börsil kaubeldavate tuletisinstrumentidega, ja otsustada vabastada asjaomane keskne vastaspool või kauplemisskoht juurdepääsukohustustest üleminekuperioodil kuni 3. juulini 2020.

#### **4. BÖRSIL KAUBELDAVATE TULETISINSTRUMENTIDE TURU STRUKTUUR**

Tuleb märkida, et ESMA riskihinnang avaldati 2016. aasta aprillis, enne uute regulatiivsete nõuete rakendamist või rakendamise väga varases etapis; nende nõuete eesmärk on tagada, et i) likviidsete ja standardiseeritud tuletisinstrumentidega kauplemine toimiks võimalikult suures ulatuses kauplemiskohtades ja ii) nii asjaomased börsivälised tuletisinstrumentid kui ka börsil kaubeldavad tuletisinstrumentid kliiritaks süsteemse riski vähendamiseks keskselt.

ESMA leiab koos ESRNiga, et finantsinstrumentide turgude määruse artikli 28 kohaselt kehtestatud kohustus kaubelda kauplemiskohtades börsiväliste tuletisinstrumentidega, mis vastavad teatavatele tingimustele, suurendab eeldatavasti kauplemiskohtades,<sup>12</sup> sealhulgas reguleeritud turgudel kaubeldavate tuletisinstrumentide hulka. Reguleeritud turgudele toodud tuletisinstrumente käsitletakse seega börsil kaubeldavate tuletisinstrumentidena ja neile kehtib

---

<sup>10</sup> Finantsinstrumentide turgude määruse artikli 36 lõige 5.

<sup>11</sup> Finantsinstrumentide turgude määruse artikli 36 lõikes 5 on sätestatud, et kauplemisskoht, mis jääb kohaldamisest loobumise perioodi esimese kolmekümne kuu jooksul börsil kaubeldavate tuletisinstrumentide osas allapoole kauplemise aastase nimiväärtuse 1 triljoni euro suurust künnist, võib kasutada täiendavat kolmekümnekuust kohaldamisest loobumise perioodi.

<sup>12</sup> Finantsinstrumentide turgude määruse artikli 28 kohane kohustusliku kauplemiskoha nõue loetakse täidetuks, kui tehing on sõlmitud reguleeritud turul, aga ka mitmepoolsetes või organiseeritud kauplemissüsteemides.

finantsinstrumentide turgude määruse artikli 29 kohane kohustus lasta börsil kaubeldavad tuletisinstrumentid kliirida kesksel vastaspoolel.

ESMA andmete põhjal on Euroopa tuletisinstrumentide turg valdavalt börsiväline. 2016. aasta juuni lõpu seisuga moodustas ülemaailmne börsil kaubeldavate tuletisinstrumentide turg veidi enam kui 10 % ülemaailmsest tuletisinstrumentide turust, mis on olnud alates 2008. aastast languses<sup>13</sup>. Mis puutub nimiväärtuse tagasimaksmata summadesse, siis koosneb börsil kaubeldavate tuletisinstrumentide turg peamiselt intressimäära tuletisinstrumentidest, mis jagunevad 60 % optsioonideks ja 40 % futuurideks.

ESMA riskihinnangus juhitakse tähelepanu ka päevas kliiritud börsil kaubeldavate tuletisinstrumentide tagasimaksmata nimiväärtuste osakaalu märkimisväärse languse järjepidevusele viimastel aastatel koos järkjärgulise üleminekuga pikemate tähtaegadega instrumentidele.

ESMA kirjelduse põhjal on Euroopa börsil kaubeldavate tuletisinstrumentide turg väga kontsentreeritud nii kauplemise kui ka kliirimise tasandil ning sellel on vertikaalselt integreeritud turu infrastruktuur, kus domineerivad kauplemis- ja kliiringustruktuurid kuuluvad samadesse integreeritud gruppidesse. 2014. aastal oli börsil kaubeldavate tuletisinstrumentidega tehtud kliiritud tehingute poolest suurima keskse vastaspoolle turuosa 58 % ning kolme suurima turuosa kokku 90 %. Ülejäänud turuosad kuuluvad mitmele väiksemale osalisele.

Varaklasside põhjal turu struktuuri hinnates leidis ESMA, et turg on veelgi kontsentreeritum, kuna ühel börsil on kauplemismahu väärtuse järgi üle 70 % börsil kaubeldavatest aktsiate tuletisinstrumentidest ja teisel samuti kauplemismahu väärtuse järgi umbes 80 % börsil kaubeldavatest võlakirjade tuletisinstrumentidest.

Kui börsil kaubeldavad energia tuletisinstrumentid välja arvata, on börsil kaubeldavate kaubatuletisinstrumentide olukord veidi erinev, kuna börsil kaubeldavate kaubatuletisinstrumentide turgu iseloomustab suur spetsialiseeritus ning kauplemiskohtade ja kesksete vastaspoolte vähene kattumine.

Samas on börsiväliste tuletisinstrumentide turul Euroopa turu infrastruktuuri määruse kliiringukohustuse jätkuva rakendamise tulemusena juba märkimisväärne osa börsiväliselt kaubeldavatest tuletislepingutest kliiritud ja kliiritakse ka edaspidi keskselt. Euroopa turu infrastruktuuri määruse kohaseid ESMA regulatiivseid tehnilisi standardeid järgides on Euroopa Komisjon võtnud juba vastu delegeeritud õigusaktid (eurodes, naelsterlingites, jeenides, USA dollarites, Norra kroonides, zlottides ja Rootsi kroonides nomineeritud) intressimäärade vahetustehingute ja eurodes nomineeritud indeksipõhiste krediidiriski vahetustehingute keskseks kliirimiseks,<sup>14</sup> mis tähendab, et kliirimine toimub umbes 70 %

---

<sup>13</sup> Vt Rahvusvaheliste Arvelduste Pank, „Triennial Central Bank Survey – OTC derivatives positions at end-June 2016“, tabel 1, rahandus- ja majandusosakond, 11. detsember 2016, [http://www.bis.org/publ/otc\\_hy1612/triensurvstatannex.pdf](http://www.bis.org/publ/otc_hy1612/triensurvstatannex.pdf).

<sup>14</sup> Komisjoni 6. augusti 2015. aasta delegeeritud määrus (EL) nr 2015/2205, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EL) nr 648/2012 kliiringukohustust käsitlevate regulatiivsete tehniliste standarditega; komisjoni 1. märtsi 2016. aasta delegeeritud määrus (EL) nr 2016/592, millega täiendatakse

nende klasside börsivälise tuletisinstrumentide turu puhul<sup>15</sup>. Ühtlasi tuleks märkida, et kuigi kliirimise pakkumine on väga kontsentreeritud, osutavad kuus keskset vastaspoolt intressimäärade vahetustehingute kliirimise teenuseid.

Komisjon võtab arvesse, et i) intressimäära tuletisinstrumentid moodustavad suurema osa börsil kaubeldavate tuletisinstrumentide turust; ii) finantsinstrumentide turgude määruse kohane kauplemiskohustus võib lisada börsil kaubeldavate tuletisinstrumentide määratlusse osa intressimäära tuletisinstrumente; iii) Euroopa turu infrastruktuuri määruse kohast kliiringukohustust kohaldatakse juba intressimäära vahetustehingutele ja iv) turu kontsentratsioonist hoolimata on intressimäära tuletisinstrumentide turg jagunenud kuue keskse vastaspoole vahel. Komisjon nõustub seega ESMA järelausega, et intressimäära tuletisinstrumentid on kõige asjakohasem varaklass börsil kaubeldavate tuletisinstrumentidega seotud avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu sätete rakendamise tagajärgede hindamiseks.

## **5. BÖRSIL KAUBELDAVATE TULETISINSTRUMENTIDEGA SEOTUD AVATUD JA MITTEDISKRIMINEERIVA JUURDEPÄÄSU SÄTETE RISIKIHINNANG**

Kuigi finantsinstrumentide turgude määruse kohaseid avatud juurdepääsu sätteid pole veel rakendatud, on ESMA andmetel mõned Euroopa Majanduspiirkonna kesksed vastaspooled ja kauplemiskohad juba välja töötanud juurdepääsukorra börsil kaubeldavatele või börsivälisele tuletisinstrumentidele ning kasutavad seda edukalt<sup>16</sup>. ESMA leiab, juurdepääsukord, mida turu infrastruktuurid Euroopa turu infrastruktuuri määruse sätete kohaselt<sup>17</sup> kohaldatakse, pole seni märgatavat süsteemset riski tekitanud. Seda hoolimata asjaolust, et börsivälised tuletisinstrumentid on üldiselt vähem standardiseeritud ja keerukamad kui börsil kaubeldavad tuletisinstrumentid.

Sellele vaatamata on Euroopa Komisjon kooskõlas ESMA hinnanguga seisukohal, et börsil kaubeldavate tuletisinstrumentidega seotud praegune juurdepääsukord võib siiski tekitada riske, mis võivad ohustada turgude sujuvat ja korrakohast toimimist või mõjutada negatiivselt süsteemset riski.

Seda ja ESRNi süsteemse riski hinnangut arvesse võttes tõstab ESMA esile rea riske, mis võivad tekkida börsil kaubeldavate tuletisinstrumentidega seoses avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu sätete rakendamisest finantsinstrumentide turgude määruse kohaselt.

---

Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EL) nr 648/2012 kliiringukohustust käsitlevate regulatiivsete tehniliste standarditega; komisjoni 10. juuni 2016. aasta delegeeritud määrus (EL) nr 2016/1178, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EL) nr 648/2012 kliiringukohustust käsitlevate regulatiivsete tehniliste standarditega.

<sup>15</sup> Järkjärguline rakendamine algas 21. juunil 2016; vt ESMA, „Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR“, 4. aprill 2016, joonis 11, lk 10.

<sup>16</sup> Vt ESMA, „Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR“, 4. aprill 2016, tabel 2, lk 16.

<sup>17</sup> Euroopa turu infrastruktuuri määruse artiklid 7 ja 8.

## **5.1 Avatud ja mittediskrimineerivast juurdepääsust tulenev risk kesksete vastaspoolte tasandil**

Avatud ja mittediskrimineeriv juurdepääs kesksetele vastaspooltele tagab, et kauplemiskohtadel oleks võimalik kliirida oma tehingud oma valitud keskses vastaspooles. See on eriti oluline, arvestades kauplemiskohustuse eeldatavat rakendamist, mis toob paljud börsivälised tuletisinstrumentid finantsinstrumentide turgude määruse avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu sätete kohaldamisalasse ning millega võib kaasneda uute kauplemiskohtade lisandumine, millel puudub juurdepääs vertikaalselt integreeritud kesksetele vastaspooltele. Nagu ESMA on oma riskihinnangus kirjeldanud, on kauplemis- ja kliirimiskulud omavahel tihedalt seotud. Turuosalistes hindavad kauplemiskohas kauplemise kulusid koos nendega seotud kliirimiskuludega. Kauplemiskoht ei saa olla konkurentsivõimeline, kui see ei saa võimaldada juurdepääsu soodsatele kliirimiskuludele. Nende säteteta ei saaks uued ja vertikaalselt integreerimata kauplemiskohad turule siseneda ega seega konkurentsivõimelisemat ja vähem kontsentreeritud turgu edendada.

### ***Kontsentratsioonirisk***

Neid eesmärke arvesse võttes jagab komisjon ESMA seisukohta, et üks peamisi riske, mis kaasneb börsil kaubeldavate tuletisinstrumentidega seoses avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu sätetega, on uus kontsentratsioonirisk (kogu süsteemi mõjutav tõrge). Selle riskistsenaariumi korral võib kauplemiskohtade võimalus ise keskne vastaspool valida tekitada olukorra, kus konkreetsele börsil kaubeldavate tuletisinstrumentide klassile või varaklassile kõige atraktiivsem keskne vastaspool muutub ainsaks keskse kliirimise kohaks. Selline olukord võib tekkida ka siis, kui turuosalistes otsustavad tasaarvestuse tõhususe maksimeerimiseks ja tagatisnõuete vähendamiseks ühe (suurima) keskse vastaspoole kasuks.

Konkurentsi, turu struktuuri ja dünaamikat arvestades on see stsenaarium aga ebatõenäoline. ESMA kohaselt hoiaks sellist märkimisväärset kliirimise koondumist ühe keskse vastaspoole juurde ära risk, et keskne vastaspool suurendab tõenäoliselt kõigi kliirivate liikmete kliirimistasusid nii palju, et ta pole enam vastaspooltele atraktiivne. Lisaks ohustaks suur kontsentreeritus finantssüsteemi seoses kogu süsteemi mõjutava tõrkega, millel võivad olla süsteemsed tagajärjed, ja sellega, et turuosalistel pole võimalik viia oma positsioone tõrke korral tõhusalt teise keskse vastaspoole juurde.

Komisjon nõustub ka ESRNi ja ESMA järeldustega, et ELi kliiringuturg on juba väga kontsentreeritud, kuna mõnesid börsil kaubeldavaid tuletisinstrumente ja varaklasse kliiritakse ainult või peamiselt ühes keskses vastaspooles. Võib isegi eeldada, et avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu sätete rakendamisest sõltumatult võib kontsentratsioon tulevikus suureneda „keskse vastaspoole äritegevuse „loomuliku“ kasvu tulemusel, kui tema teenused vastavad hästi turuosaliste eelistustele“<sup>18</sup>.

Samas võib hoopis väita, et praegust kontsentratsiooni on võimalik selgitada praeguste turule sisenemise tõketega, mida avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu eeskirjad peaksid

---

<sup>18</sup> ESRN, „ESRB response to ESMA on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 of MiFIR“, 9. veebruar 2016, lk 4.



vähendama. Kui kesksed vastaspoolad saavad finantsinstrumentide turgude määruse avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu sätete kohaselt taotleda juurdepääsu kauplemiskohale, siis vähendab see tõepoolest uute kesksete vastaspoolde jaoks turule sisenemise tõkkeid.

Komisjon märgib, et Euroopa turu infrastruktuuri määruses ja finantsinstrumentide turgude määruses on sätestatud kaitsemeetmed selle kontsentratsiooniriskiga toime tulemiseks. Esiteks reguleerivad asjaomased pädevad asutused keskseid vastaspooli Euroopa turu infrastruktuuri määruse kohaselt, milles on kehtestatud kesksetele vastaspooltele organisatsioonilised äritegevuse eeskirjad, usaldatavusstandardid ja makrotasandi usaldatavusnõuded. Teiseks antakse finantsinstrumentide turgude määrusega pädevatele asutustele õigus keelduda kesksel vastaspoolle juurdepääsu andmisest, kui see ohustaks turgude sujuvat ja korralikku toimimist, mõjutaks negatiivselt süsteemset riski või nõuaks koostalitluskokkulepet.

### ***Operatsioonirisk***

Teised olulised riskid on seotud ebakohase riskiga, mida keskne vastaspool ei suuda juhtida; põhjuseks on kauplemiskoha tehingute eeldav maht, operatsioonirisk ja keerukus ning muud märkimisväärsed ebakohased riskid tekitavad tegurid<sup>19</sup>. ESMA leiab, et need riskid võivad teiste kesksete vastaspoolde kliirivate liikmete mõjutamisega suurendada süsteemset riski.

Sellega seoses võimaldab finantsinstrumentide turgude määrus paralleelselt Euroopa turu infrastruktuuri määruse IV jaotise organisatsiooniliste nõuete, äritegevuse eeskirjade ja usaldatavusnõuetega kesksel vastaspooltel juurdepääsu andmisest keelduda, kui pärast kõigi mõistlike jõupingutuste tegemist nende riskide juhtimiseks jõuab keskne vastaspool järeldusele, et esineb märkimisväärsed ebakohased riskid, mis ei ole juhitavad<sup>20</sup>.

Eespool toodud kaalutlustel leiab komisjon, et finantsinstrumentide turgude määruse kohastel kesksete vastaspoolde avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu sätetel seoses börsil kaubeldavate tuletisinstrumentidega on tõenäoliselt turule üldiselt positiivne mõju. Ning kui nende sätetega kaasneda võivaid riske pole võimalik eirata, leiab komisjon, et finantsinstrumentide turgude määruses ja Euroopa turu infrastruktuuri määruses on juba kehtestatud tugevad kaitsemeetmed kesksete vastaspoolde ebakohaste operatsiooniriskide või suurenenud süsteemse riski maandamiseks.

## **5.2 Avatud ja mittediskrimineerivast juurdepääsust tulenev risk kauplemiskoha tasandil**

Avatud ja mittediskrimineeriv juurdepääs kauplemiskohtadele võimaldab kesksel vastaspooltel kliirida tehinguid, mis on sõlmitud nende valitud kauplemiskohtades. Lisaks suurema konkurentsi keskkonna edendamisele on selle sätte eesmärk anda kauplemiskoha kauplejatele liikmetele võimalus valida keskne vastaspool, milles nad soovivad oma tehinguid kliirida, ka juhul kui keskne vastaspool ja kauplemiskoht on samas grupis vertikaalselt integreeritud.

---

<sup>19</sup> Finantsinstrumentide turgude määruse artikli 35 lõike 6 punkt a.

<sup>20</sup> Komisjoni 24. juuni 2016. aasta delegeeritud määruse (millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust nr 600/2014 seoses regulatiivsete tehniliste standarditega, mis käsitlevad kauplemiskohtade ja kesksete vastaspoolde juurdepääsu kliiringule) 1. jao artiklid 1–4.

See võib olla eriti kasulik turuosalistele, kes soovivad eri kauplemiskohtades oma positsioonide tasaarvestuse tõhusust maksimeerida ja tagatisnõudeid vähendada.

Lisaks jagab komisjon finantsstabiilsust silmas pidades ESMA ja ESRNi seisukohta, et mitme keske vastaspoolega keskkond aitab vähendada süsteemset riski, suurendades nende asendatavust tõrke korral. Kui üks kauplemiskohaga seotud keske vastaspool on raskustes, saavad teised selle kauplemiskohaga seotud kesksed vastaspoolad jätkata tema tehingute kliirimist.

### ***Koostalitluskokkulepetega seotud riskid***

Euroopa turu infrastruktuuri määruse artiklis 2 on koostalitluskokkulepe määratletud kui kokkulepe kahe või enama keske vastaspoole vahel, mis hõlmab tehingute süsteemiülest täitmist. Selliste kokkulepete eesmärk on tagada, et kaks või enam kesket vastaspoolt saaksid käsitleda omavahelisi riskipositsioone protsessis, millega nad tasaarvestavad osalejate tehinguid seotud keskses vastaspooltes.

Koostalitluskokkuleppe puudumise korral tekiks liikmetel, kes hoiavad positsioone eri keskses vastaspooltes, probleemid tasaarvestamisega, suurem tagatise vajadus ja likviidsuse killustumine. See vähendaks turuosaliste huvi mitme keske vastaspoolega keskkonna vastu. Süsteemse riski seisukohast rõhutab ESMA, et selline stsenaarium tugevdaks ebasoovitavalt ka protsüklilisust.

Kuigi enamik eespool kirjeldatud riske kaoks, kui kauplemiskohaga seotud kesksed vastaspoolad kasutaksid koostalitluskokkuleppeid, võtab komisjon arvesse ESRNi suurt muret riski üle, mis on seotud selliste koostalitluskokkulepete võimaliku rohkusega, mis kaasneb börsil kaubeldavatele tuletisinstrumentidele avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu rakendamise. Euroopa turu infrastruktuuri määruse kohaseid koostalitluskokkuleppeid kohaldatakse vaid vabalt võõrandatavatele väärtpaberitele ja rahaturuinstrumentidele. ESMA ja ESRN hoiatavad ka, et nende kasutamine börsil kaubeldavate tuletisinstrumentide kontekstis võib kaasa tuua arvestatava hulga tuletisinstrumentidele omast keerukust ja riski ning negatiivsed tagajärjed üldisele operatsiooniriski juhtimisele keskses vastaspoolte tasandil.

Komisjon aga leiab, et finantsinstrumentide turgude määruses on kehtestatud kaitsemeetmed, mis tagavad nende riskide asjakohase maandamise. Esiteks ei võimalda pädevad asutused artikli 36 lõike 4 punkti a kohaselt keskses vastaspoolele juurdepääsu, kui juurdepääs nõuaks sellist koostalitluskokkulepet. Koostalitluskokkuleppe saaks seega sõlmida eri keskses vastaspoolte vahel vaid siis, kui kesksed vastaspoolad ja kauplemiskoht on sellega nõus. Teiseks ei võimalda pädevad asutused juurdepääsu kauplemiskohale, kui koostalitluskokkulepe ohustaks turu sujuvat ja korrakohast toimimist.

### ***Operatsioonirisk***

Finantsinstrumentide turgude määruses võetakse arvesse ka operatsiooniriske, mis tulenevad tehingute eeldatava mahuga seotud keerukusest ning muudest märkimisväärseid ebakohaseid riske tekitavatest teguritest.

Finantsinstrumentide turgude määruse artikli 36 lõike 6 kohaselt ja regulatiivsete tehniliste standardite (mis käsitlevad kauplemiskohtade ja kesksete vastaspoolte juurdepääsu kliiringule)<sup>21</sup> üksikasjalike sätete kohaselt võib kauplemiskoht sellisel juhul keelduda juurdepääsu võimaldamisest.

## 6. JÄRELDUSED

Komisjon märgib, et Euroopa turu infrastruktuuri määruse avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu sätteid kohaldatakse juba börsivälistele tuletisinstrumentidele, vabalt võõrandatavatele väärtpaberitele ja rahaturuinstrumentidele ilma ajutiste eranditeta. ESMA hinnangu kohaselt ei ole see juurdepääsukord tekitanud märkimisväärset süsteemset riski. Sellega seoses on tähelepanuväärne, et börsivälised tuletisinstrumentid on üldiselt vähem standardiseeritud ja keerukamad kui börsil kaubeldavad tuletisinstrumentid. Seetõttu võib eeldada, et finantsinstrumentide turgude määruse kohaste avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu sätete rakendamine börsil kaubeldavate tuletisinstrumentide suhtes ei tekita suuremat keerukust kui börsiväliste tuletisinstrumentide puhul.

Finantsinstrumentide turgude määruse kohane avatud ja mittediskrimineeriva juurdepääsu rakendamine börsil kaubeldavate tuletisinstrumentide suhtes võib sellele vaatamata tekitada riske, mis võivad seada ohtu turgude sujuva ja korralduse toimimise või mõjutada negatiivselt süsteemset riski. Täpsemalt tuuakse selles aruandes välja rida võimalikke riske, eelkõige riskid seoses i) kauplemis- ja kliirimistegevuse kontsentreeritusega vertikaalselt integreeritud gruppides ning ii) koostalitluskokkulepete võimaliku rohkusega, mis suurendaks märkimisväärselt koostalitlevate kesksete vastaspoolte üldise riskijuhtimise keerukust.

Pärast nende riskidega tutvumist leiab komisjon, et praegune õigusraamistik finantsinstrumentide turgude määruses ja Euroopa turu infrastruktuuri määruses käsitleb tuvastatud võimalikke riske asjakohaselt. Lisaks nende reguleerimisele asjaomaste pädevate asutuste poolt on Euroopa turu infrastruktuuri määruses kehtestatud kesksetele vastaspooltele organisatsioonilised äritegevuse eeskirjad, usaldatavusstandardid ja makrotasandi usaldatavusnõuded. Samal ajal annab finantsinstrumentide turgude määrus kesksetele vastaspooltele, kauplemiskohtadele ja asjaomastele asutustele võimaluse keelduda juurdepääsu võimaldamisest asjaomasele infrastruktuurile (nagu on kirjeldatud regulatiivses tehnilises standardis, mis käsitleb kauplemiskohtade ja kesksete vastaspoolte juurdepääsu kliiringule), kui see võib keskset vastaspoolt, kauplemiskohta või turgu ohustada.

Sellest lähtudes jäeldab komisjon, et börsil kaubeldavaid tuletisinstrumente pole vaja finantsinstrumentide turgude määruse artiklite 35 ja 36 kohaldamisalast ajutiselt välja arvata.

---

<sup>21</sup> Komisjoni 24. juuni 2016. aasta delegeeritud määruse (millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust nr 600/2014 seoses regulatiivsete tehniliste standarditega, mis käsitlevad kauplemiskohtade ja kesksete vastaspoolte juurdepääsu kliiringule) 2. jao artiklid 5–8.