



Bryssel 11.9.2017
COM(2017) 468 final

KOMISSION KERTOMUS EUROOPAN PARLAMENTILLE JA NEUVOSTOLLE

**tarpeesta jättää pörssilistatut johdannaiset väliaikaisesti rahoitusvälineiden
markkinoista annetun asetuksen (EU) N:o 600/2014 35 ja 36 artiklan soveltamisalan
ulkopuolelle**

KOMISSION KERTOMUS EUROOPAN PARLAMENTILLE JA NEUVOSTOLLE

tarpeesta jättää pörssilistatut johdannaiset väliaikaisesti rahoitusvälineiden markkinoista annetun asetuksen (EU) N:o 600/2014 35 ja 36 artiklan soveltamisalan ulkopuolelle

1. JOHDANTO

Tässä Euroopan parlamentille ja neuvostolle osoitetussa kertomuksessa, jäljempänä 'kertomus', esitetään arvio tarpeesta jättää pörssilistatut johdannaiset väliaikaisesti rahoitusvälineiden markkinoista annetun asetuksen (EU) N:o 600/2014, jäljempänä 'MiFIR-asetus', 35 ja 36 artiklan soveltamisalan ulkopuolelle. MiFIR-asetuksen 52 artiklan 12 kohdan mukaan Euroopan komission on annettava Euroopan parlamentille ja neuvostolle kertomus, jossa arvioidaan tarvetta jättää pörssilistatut johdannaiset väliaikaisesti syrjimätöntä pääsyä keskusvastapuoliin ja kauppapaikkoihin koskevien MiFIR-asetuksen 35 ja 36 artiklan säännösten soveltamisalan ulkopuolelle enintään 30 kuukauden ajaksi 3. päivästä tammikuuta 2018.

MiFIR-asetuksen 52 artiklan 12 kohdan mukaan Euroopan komission olisi perustettava kertomuksensa Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) Euroopan järjestelmäriskikomiteaa (EJRK) kuullen toteuttamaan riskinarviointiin ja otettava huomioon riskit, joita avointa ja syrjimätöntä pääsyä koskevien säännösten täytäntöönpanosta pörssilistattujen johdannaisten osalta saattaa aiheutua rahoitusmarkkinoiden yleiselle vakaudelle ja moitteettomalle toiminnalle kaikkialla unionissa. Heinäkuussa 2015 komissio pyysi arvopaperimarkkinaviranomaista toteuttamaan yhteistyössä järjestelmäriskikomitean kanssa tällaisen riskinarvioinnin. Arvopaperimarkkinaviranomainen toimitti riskinarviointinsa¹ 31. maaliskuuta 2016 perustuen järjestelmäriskikomitean 9. helmikuuta 2016 julkaisemaan lausuntoon².

Komissio pyysi, että arvopaperimarkkinaviranomainen riskinarviointia suorittaessaan: i) yksilöisi mahdolliset riskitekijät ja arvioisi niiden todennäköisyyttä ja rahoitusjärjestelmille aiheutuvien haitallisten vaikutusten laajuutta; ii) arvioisi järjestelmäriskin olemassaoloa sellaisten riskitekijöiden perusteella, joiden voidaan katsoa erityisesti koskevan MiFIR-asetuksen mukaisia pääsyjärjestelyjä, ja iii) sisällyttäisi perusteluihinsa yksityiskohtaisen laadullisen ja määrällisen analyysin.

¹ Arvopaperimarkkinaviranomaisen asiakirja *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR*, 4. huhtikuuta 2016, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-461_etd_final_report.pdf

² Järjestelmäriskikomitean vastaus arvopaperimarkkinaviranomaiselle pörssilistattujen johdannaisten väliaikaisesta sulkemisesta MiFIR-asetuksen 35 ja 36 artiklan soveltamisalan ulkopuolelle, 9. helmikuuta 2016, https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/160210_ESRB_response.pdf?b34727f97ef6c1ef3a9fd58f3d67035e

Komissio panee merkille, ettei arvopaperimarkkinaviranomainen pystynyt tekemään komission pyytämää määrällistä arviointia, koska riittävät tiedot puuttuivat pörssilistattuja johdannaisia koskevien, MiFIR-asetuksen mukaisten pääsyjärjestelyjen toiminnasta.

2. KERTOMUKSEN TARKOITUS

Kuten asetuksessa (EU) N:o 648/2012 (EMIR-asetus) OTC-johdannaisten osalta, MiFIR-asetuksessa vahvistetaan pörssilistattujen johdannaisten määritysvelvollisuus³ sekä syrjimätön ja avoin pääsy keskusvastapuoliin ja kauppapaikkoihin siirtokelpoisten arvopapereiden, rahamarkkinavälineiden ja pörssilistattujen johdannaisten osalta.

EMIR-asetuksessa määritellään OTC-johdannainen johdannaissopimukseksi, jota ei panna täytäntöön säännellyllä markkinalla tai sellaisella kolmannen maan markkinalla, jota pidetään säänneltyä markkinaa vastaavana⁴. MiFIR-asetuksessa sen sijaan tarkoitetaan pörssilistatulla johdannaissella⁵ ”*johdannaista, jolla käydään kauppaa säännellyillä markkinoilla tai sellaisilla kolmannen maan markkinoilla, joita pidetään säänneltyjä markkinoita vastaavina*”, eivätkä kyseiset johdannaiset näin ollen kuulu EMIR-asetuksessa vahvistetun OTC-johdannaisten määritelmän piiriin.

Avointa ja syrjimätöntä pääsyä koskevia MiFIR-asetuksen säännöksiä sovelletaan siis johdannaisiin, joilla käydään kauppaa ainakin yhdellä säännellyllä markkinalla, kun taas avointa pääsyä koskevia EMIR-asetuksen säännöksiä sovelletaan johdannaisiin, joilla käydään kauppaa vain OTC-markkinoilla, mukaan lukien johdannaiset, joilla käydään kauppaa monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä tai organisoiduissa kaupankäyntijärjestelmissä, edellyttäen ettei niillä muutoin käydä kauppaa säännellyillä markkinoilla tai sellaisilla kolmannen maan markkinoilla, joita pidetään säänneltyjä markkinoita vastaavina.

MiFIR-asetuksen 52 artiklan 12 kohdan mukaisesti tämä kertomus kattaa ainoastaan pörssilistatut johdannaiset eikä siis koske siirtokelpoisia arvopapereita, rahamarkkinavälineitä eikä OTC-johdannaisia.

3. SYRJIMÄTÖNTÄ PÄÄSYÄ KOSKEVAT MiFIR-ASETUKSEN SÄÄNNÖKSET

Avointa ja syrjimätöntä pääsyä koskevien säännösten tarkoituksena on lisätä kilpailua kauppapaikkojen ja keskusvastapuolten välillä ja lopulta alentaa vähittäissijoittajien kustannuksia ehkäisemällä syrjiviä käytäntöjä, joita voi olla olemassa niin keskusvastapuolten kuin kauppapaikkojen tasolla.

MiFIR-asetuksen 35 artiklassa täsmennetään, että keskusvastapuolen on myönnettävä kauppapaikoille pääsy liiketoimien määrittämiseen syrjimättömästi ja avoimesti riippumatta siitä, missä kauppapaikassa liiketoimi toteutetaan. Tässä yhteydessä avoimella ja syrjimättömällä pääsyyllä on tarkoitus varmistaa, että kauppapaikalla on oikeus syrjimättömään

³ MiFIR-asetuksen 29 artiklan 1 kohta.

⁴ EMIR-asetuksen 2 artiklan 7 alakohta.

⁵ MiFIR-asetuksen 2 artiklan 32 alakohta.

kohteluun siltä osin kuin on kyse siitä, kuinka sopimuksia, joilla käydään kauppaa sen järjestelmässä, kohdellaan seuraavien seikkojen osalta: i) vakuutusvaatimukset ja taloudelliselta kannalta vastaavien sopimusten nettoutus sekä ii) samassa keskusvastapuolella määritettävien sopimusten, joiden välillä on merkittävä korrelaatio, vakuuksien ristiinkäyttö. Tämän on tarkoitus tarjota kauppapaikoille mahdollisuus päättää, mikä keskusvastapuoli tai mitkä keskusvastapuolet voivat määrittää niiden järjestelmissä toteutetun kaupan.

Samaan tapaan MiFIR-asetuksen 36 artiklassa täsmennetään, että kauppapaikan on pyynnöstä annettava syrjimätön ja avoin pääsy kauppatietoihinsa keskusvastapuolille, jotka haluavat määrittää kyseisessä kauppapaikassa toteutettuja liiketoimia.

MiFIR-asetuksessa kuitenkin ennakoitiin, että joissakin tilanteissa avoin pääsy keskusvastapuoliin ja kauppapaikkoihin saattaa aiheuttaa riskejä ja mahdollisia haittoja, jotka voivat olla merkittävämpiä kuin politiikkatavoitteena oleva kilpailun lisääntyminen. Tältä osin MiFIR-asetuksen 35 ja 36 artiklassa vahvistetaan edellytykset, joilla pääsy voidaan evätä. Keskusvastapuolen ja kauppapaikan toimivaltaiset viranomaiset voivat siten evätä pääsyn keskusvastapuoleen tai kauppapaikkaan, jos pääsyn myöntäminen i) uhkaksi markkinoiden sujuvaa ja moitteetonta toimintaa erityisesti likviditeetin hajaantumisen johdosta tai vaikuttaisi kielteisesti järjestelmäriskiin, tai ii) edellyttäisi yhteentoimivuusjärjestelyä (pörssilistatun johdannaisen osalta), paitsi jos osapuolina olevat kauppapaikka ja keskusvastapuolet ovat antaneet suostumuksensa järjestelyyn ja jos järjestelystä aiheutuville riskeille annetaan vakuudet kolmannessa osapuolella⁶. Lisäksi keskusvastapuolet ja kauppapaikat voivat myös evätä pääsyn, jos se luo huomattavan tarpeettoman riskin, jota ei voida hallita. Perusteena ovat odotettu liiketoimien volyyymi, operatiivinen riski ja monimutkaisuus tai muut seikat, jotka luovat huomattavia tarpeettomia riskejä⁷.

Nämä edellytykset esitetään yksityiskohtaisesti kauppapaikkojen ja keskusvastapuolten määritysjärjestelmiin pääsyä koskevassa teknisessä sääntelystandardissa⁸, joka kattaa lisäksi edellytykset, joilla pääsy myönnetään, ilmoitusmenettelyt ja muut vaatimukset⁹. Teknisessä standardissa erityisesti täsmennetään erityyppiset riskit. Riskit perustuvat joko odotettuun liiketoimien volyyymiin, operatiiviseen riskiin ja monimutkaisuuteen tai muihin huomattavia tarpeettomia riskejä luoviin seikkoihin (esim. uusi tuote, uhka keskusvastapuolen tai kauppapaikan taloudelliselle elinkelpoisuudelle, oikeudellinen riski tai yhteensopivuusongelma kaupankäyntiä ja määritystä koskevien sääntöjen välillä).

Lisäksi MiFIR-asetuksessa vahvistetaan erityiset säännökset, jotta voidaan ottaa riittävällä tavalla huomioon pörssilistattujen johdannaisten monimutkaisuus ja tästä johtuvat haasteet, joita avoin ja syrjimätön pääsy voi aiheuttaa. Pörssilistatut johdannaiset ovat erityisesti monimutkaisia johtuen niiden pitkistä maturiteeteista ja vipuvaikutuksista.

⁶ MiFIR-asetuksen 35 artiklan 1 kohta, 35 artiklan 4 kohta ja 36 artiklan 4 kohta.

⁷ MiFIR-asetuksen 35 artiklan 6 kohdan a alakohta ja 36 artiklan 6 kohdan a alakohta.

⁸ Komission delegoitu asetukset, annettu 24 päivänä kesäkuuta 2016, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 600/2014 täydentämisestä kauppapaikkojen ja keskusvastapuolten määritysjärjestelmiin pääsyä koskevien teknisten sääntelystandardien osalta.

⁹ Ks. 35 artiklan 6 kohdan ja 36 artiklan 6 kohdan mukainen arvopaperimarkkinaviranomaiselle annettu toimeksianto laatia luonnokset teknisiksi sääntelystandardeiksi.

Pörssilistattujen johdannaisten ollessa kyseessä kauppapaikan tai keskusvastapuolen on annettava kirjallinen vastaus kuuden kuukauden kuluessa, kun muiden rahoitusvälineiden osalta määräaika on kolme kuukautta, ja mahdollistettava pääsy kolmen kuukauden kuluessa pääsyä koskeneeseen pyyntöön annetusta myönteisestä vastauksesta. Jos toimivaltainen viranomainen, kauppapaikka ja keskusvastapuoli evää pääsyn, sen on esitettävä päätökselleen täydet perustelut ja tiedotettava asiasta asianomaisille toimivaltaisille viranomaisille.

MiFIR-asetuksessa säädetään myös siirtymäkauden järjestelystä sellaisia kauppapaikkoja varten, jotka tarjoavat pörssilistatuilla johdannaisilla harjoitettavaa kaupankäyntiä alle kaupankäynnin 1 000 000 miljoonan euron vuotuisen nimellismäärän¹⁰. Tällaiset kauppapaikat voivat olla soveltamatta avointa ja syrjimätöntä pääsyä koskevia säännöksiä 30 kuukauden ajan (ja jopa 60 kuukauden ajan tietyin edellytyksin¹¹) MiFIR-asetuksen soveltamisen alkamispäivästä.

Lopuksi voidaan todeta, että komissio voi MiFIR-asetuksen 52 artiklan 12 kohdan mukaan ja tämän kertomuksen päätelmien perusteella päättää jättää pörssilistatut johdannaiset MiFIR-asetuksen 35 ja 36 artiklan soveltamisalan ulkopuolelle enintään 30 kuukauden ajaksi arvopaperimarkkinaviranomaisen järjestelmäriskikomiteaa kuullen toteuttaman riskinarvioinnin pohjalta. MiFIR-asetuksen 54 artiklan 2 kohdassa säädetään lisäksi, että jos komissio katsoo, ettei pörssilistattuja johdannaista ole tarpeen jättää MiFIR-asetuksen 35 ja 36 artiklan soveltamisalan ulkopuolelle, keskusvastapuoli tai kauppapaikka voi hakea toimivaltaiselta viranomaiseltaan lupaa soveltaa siirtymäjärjestelyä. Toimivaltainen viranomainen voi arvioida riskejä, joita avointa ja syrjimätöntä pääsyä koskevien säännösten soveltamisesta pörssilistattujen johdannaisten osalta aiheutuu asianomaisen keskusvastapuolen tai kauppapaikan moitteettomalle toiminnalle, ja se voi päättää, että asianomainen keskusvastapuoli tai kauppapaikka vapautetaan pääsyä koskevista velvollisuuksista siirtymäkauden ajaksi 3. heinäkuuta 2020 saakka.

4. PÖRSSILISTATTUJEN JOHDANNAISTEN MARKKINARAKENNE

Olisi pantava merkille, että arvopaperimarkkinaviranomaisen riskinarviointi julkaistiin huhtikuussa 2016 hyvin varhaisessa vaiheessa ennen kuin ryhdyttiin panemaan täytäntöön uusia sääntelyvaatimuksia, joiden tavoitteena on varmistaa, että i) likvideillä ja vakioiduilla johdannaisilla käytävä kauppa tapahtuu mahdollisimman paljolti kauppapaikoissa ja että ii) niin asianomaiset OTC-johdannaiset kuin pörssilistatut johdannaiset määritetään keskitetysti järjestelmäriskin pienentämiseksi.

Sekä järjestelmäriskikomitea että arvopaperimarkkinaviranomainen katsovat, että koska tietyt edellytykset täyttävien OTC-johdannaisten osalta otetaan MiFIR-asetuksen 28 artiklan mukaisesti käyttöön velvollisuus käydä kauppaa kauppapaikassa, odotetaan, että yhä

¹⁰ MiFIR-asetuksen 36 artiklan 5 kohta.

¹¹ Jos kauppapaikka jää alle pörssilistattujen johdannaisten kaupankäynnin vuotuisena nimellismääränä olevan 1 000 000 miljoonan euron kynnysarvon 30 ensimmäisen kuukauden aikana soveltamisalan ulkopuolelle jättämiskaudella, se voi MiFIR-asetuksen 36 artiklan 5 kohdan mukaan hyödyntää 30 kuukauden lisäaikaa soveltamisalan ulkopuolelle jättämisessä.

useammilla johdannaisilla käydään kauppaa kauppapaikoissa¹², myös säännellyillä markkinoilla. Säännellyille markkinoille saatettuja johdannaista pidetään sen vuoksi pörssilistattuna johdannaisina, ja sen vuoksi niihin sovelletaan velvollisuutta antaa pörssilistatut johdannaiset keskusvastapuolen määritettäväksi MiFIR-asetuksen 29 artiklan mukaisesti.

Arvopaperimarkkinaviranomaisen havaintojen mukaan Euroopan johdannaismarkkinoina ovat lähinnä OTC-markkinat. Pörssilistattujen johdannaisten maailmanlaajuiset markkinat olivat vuoden kesäkuun 2016 lopussa hieman yli 10 prosenttia johdannaisten maailmanmarkkinoista, jotka puolestaan ovat olleet laskusuunnassa vuodesta 2008 lähtien¹³. Auki olevan nimellismäärän osalta pörssilistattujen johdannaisten markkinat koostuvat pääosin korkojohdannaisista, jotka jakautuvat 60-prosenttisesti optioihin ja 40-prosenttisesti futuureihin.

Arvopaperiviranomaisen riskinarvioinnissa myös korostetaan, että pörssilistattujen johdannaisten päivittäin määritetyn auki olevan nimellismäärän prosenttiosuus on koko ajan laskenut huomattavasti viime vuosien aikana, ja vähitellen on siirrytty pidemmän maturiteetin välineisiin.

Arvopaperimarkkinaviranomainen myös kuvaa Euroopan pörssilistattujen johdannaisten markkinoita hyvin keskittyneiksi niin kaupankäynnin ja määrittämisen tasolla. Lisäksi markkinarakente on vertikaalisesti integroitunut, ja dominoivat kaupankäynti- ja määrittämiskäytännöt ovat samojen integroituneiden ryhmien osia. Vuonna 2014 keskusvastapuolella, joka oli suurin pörssilistatuilla johdannaisilla tehtyjen määritettyjen kauppajen lukumäärällä mitattuna, oli 58 prosentin markkinaosuus, ja kolmella suurimmalla oli yhteensä 90 prosentin markkinaosuus. Loput markkinaosuudet ovat pienemmällä toimijoilla.

Arvioituaan markkinarakennetta omaisuuslajien perusteella arvopaperimarkkinaviranomainen katsoi, että markkinat ovat vieläkin keskittyneemmät, sillä yhdessä pörssissä on yli 70 prosenttia pörssilistatuista osakejohdannaisista kaupankäynnin arvona laskettuna ja toisessa pörssissä on noin 80 prosenttia pörssilistatuista joukkolainajohdannaisista, samoin kaupankäynnin arvona laskettuna.

Pörssilistattujen hyödykejohdannaisten tilanne on hieman erilainen – lukuun ottamatta pörssilistattuja energiajohdannaista – sillä pörssilistattujen hyödykejohdannaisten markkinoille on luonteenomaista huomattava erikoistuminen ja kauppapaikkojen ja keskusvastapuolten kesken on vain vähän päällekkäisyyttä.

OTC-markkinoilla on parhaillaan käynnissä EMIR-asetuksessa säädetyn määrittämisvelvollisuuden täytäntöönpano. Se on samaan aikaan jo tuonut ja tuo jatkossakin

¹² MiFIR-asetuksen 28 artiklan mukainen kaupankäyntivelvollisuus katsotaan täytetyksi, jos liiketoimi toteutetaan jollakin säännellyllä markkinalla tai myös monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä tai organisoiduissa kaupankäyntijärjestelmissä.

¹³ Ks. Kansainvälinen järjestelypankki, Triennial Central Bank Survey - OTC derivatives positions at end-June 2016, taulukko 1, raha- ja talousosasto, 11. joulukuuta 2016, http://www.bis.org/publ/otc_hy1612/triensurvstatannex.pdf

huomattavan osan johdannaissopimuksista, joilla käydään kauppaa OTC-markkinoilla, keskusvastapuolimäärityksen piiriin. Koska arvopaperiviranomainen on antanut EMIR-asetuksen mukaisia teknisiä sääntelystandardeja, Euroopan komissio on hyväksynyt delegoituja säädöksiä UR-, GBP-, JPY-, USD-, NOK-, PLN- ja SEK-määräisten koronvaihtosopimusten sekä indeksiin perustuvien euromääräisten luottoriskinvaihtosopimusten keskusvastapuolimäärityksestä¹⁴, mikä tuo noin 70 prosenttia näiden luokkien OTC-johdannaismarkkinoista määrityksen piiriin¹⁵. Olisi myös pantava merkille, että vaikka määritystarjonta on hyvin keskittynyttä, koronvaihtosopimusten määrityspalveluja tarjoaa kuusi eri keskusvastapuolta.

Komissio panee merkille, että i) pörssilistattujen johdannaisten markkinoilla korkojohdannaisten osuus on suurin, ii) MiFIR-asetuksen kaupankäyntivelvollisuus saattaa tuoda osan korkojohdannaisista pörssilistatun johdannaisten määritelmän piiriin, iii) EMIR-asetuksen määritysvelvollisuutta sovelletaan jo korkojohdannaisiin ja iv) markkinoiden keskittyneisyydestä huolimatta korkojohdannaisten markkinat jakautuvat kuuden eri keskusvastapuolen välille. Komissio yhtyy sen vuoksi arvopaperimarkkinaviranomaisen päätelmiin siitä, että korkojohdannaiset ovat merkityksellisin omaisuuslaji arvioitaessa, mitä vaikutuksia avointa ja syrjimätöntä pääsyä koskevien säännösten täytäntöönpanosta aiheutuu pörssilistattujen johdannaisten kannalta.

5. RISKINARVIOINTI AVOINTA JA SYRJIMÄTÖNTÄ PÄÄSYÄ KOSKEVISTA SÄÄNNÖKSISTÄ PÖRSSILISTATTUJEN JOHDANNAISTEN KANNALTA

Vaikka avointa pääsyä koskevia MiFIR-asetuksen säännöksiä ei vielä sovelleta, arvopaperimarkkinaviranomainen toteaa, että jotkin ETA-alueen keskusvastapuolista ja kauppapaikoista ovat jo ottaneet käyttöön ja menestyksekkäästi käyttäneet pääsyjärjestelyjä joko pörssilistattujen johdannaisten tai OTC-johdannaisten osalta¹⁶. Arvopaperimarkkinaviranomainen katsoo, että markkinainfrastruktuurien EMIR-säännösten nojalla soveltamat pääsyjärjestelyt¹⁷ eivät ole tähän mennessä aiheuttaneet merkille pantavia järjestelmäriskkejä. Näin on siitä huolimatta, että OTC-johdannaiset ovat yleensä vähemmän vakioituja ja monimutkaisempia kuin pörssilistatut johdannaiset.

Euroopan komissio katsoo kuitenkin arvopaperimarkkinaviranomaisen tavoin, että pörssilistattuja johdannaista koskevat nykyiset järjestelyt voivat periaatteessa edelleen

¹⁴ Komission delegoitu asetus (EU) 2015/2205, annettu 6 päivänä elokuuta 2015, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 648/2012 täydentämisestä määritysvelvollisuutta koskevilla teknisillä sääntelystandardeilla. Komission delegoitu asetus (EU) 2016/592, annettu 1 päivänä maaliskuuta 2016, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 648/2012 täydentämisestä määritysvelvollisuutta koskevilla teknisillä sääntelystandardeilla. Komission delegoitu asetus (EU) 2016/1178, annettu 10 päivänä kesäkuuta 2016, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 648/2012 täydentämisestä määritysvelvollisuutta koskevilla teknisillä sääntelystandardeilla.

¹⁵ Vaiheittainen täytäntöönpano alkoi 21. kesäkuuta 2016; ks. arvopaperimarkkinaviranomaisen asiakirja *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR*, 4. huhtikuuta 2016, kaavio 11, s. 10.

¹⁶ Ks. arvopaperimarkkinaviranomaisen asiakirja *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR*, 4. huhtikuuta 2016, taulukko 2, s. 16.

¹⁷ EMIR-asetuksen 7 ja 8 artikla.

aiheuttaa riskejä, jotka voivat uhata markkinoiden sujuvaa ja moitteetonta toimintaa tai vaikuttaa kielteisesti järjestelmäriskiin.

Tästä näkökulmasta ja ottaen huomioon järjestelmäriskikomitean tekemän makrovakausriskin arvioinnin arvopaperimarkkinaviranomainen korostaa joitakin mahdollisia riskejä, joita saattaa aiheutua avointa ja syrjimätöntä pääsyä koskevien MiFIR-asetuksen säännösten täytäntöönpanosta pörssilistattujen johdannaisten osalta.

5.1 Avoimesta ja syrjimättömästä pääsystä aiheutuva riski keskusvastapuolen tasolla

Avoimella ja syrjimättömällä pääsyllä keskusvastapuoliin varmistetaan, että kauppapaikat pystyvät määrittämään kauppansa valitsemassaan keskusvastapuolella. Tämä on erityisen merkityksellistä, kun muistetaan, että kaupankäyntivollisuuden odotettu täytäntöönpano tuo monet OTC-johdannaiset avointa ja syrjimätöntä pääsyä koskevien MiFIR-asetuksen säännösten piiriin. Tähän liittyen markkinoille saattaa tulla uusia kauppapaikkoja, joilla ei ole pääsyä vertikaalisti integroituneihin keskusvastapuoliin. Kuten arvopaperimarkkinaviranomainen toteaa riskiarvioinnissaan, kaupankäynti- ja määrityskustannukset ovat läheisesti yhteydessä toisiinsa. Markkinaosapuolet arvioivat kaupankäynnistä kauppapaikassa aiheutuvia kustannuksia yhdessä asiaan liittyvien määrityskustannusten kanssa. Kauppapaikka ei pysty olemaan kilpailukykyinen, jos se ei voi antaa pääsyä houkutteleviin määrityskustannuksiin. Ilman näitä säännöksiä uudet ja ei-vertikaalisesti integroituneet kauppapaikat eivät voisi tulla markkinoille eivätkä ne näin ollen voisi edistää kilpailukykyisempiä ja vähemmän keskittyneitä markkinoita.

Keskittymäriski

Ottaen nämä tavoitteet huomioon komissio yhtyy arvopaperimarkkinaviranomaisen näkemyksiin siitä, että yksi avointa ja syrjimätöntä pääsyä koskeviin säännöksiin liittyvistä keskeisistä riskeistä on pörssilistattujen johdannaisten kannalta uusi keskittymäriski (single point of failure -tyyppinen markkinahäiriö). Tässä riskiskenaariossa kauppapaikkojen mahdollisuus valita keskusvastapuolensa voisi johtaa tilanteeseen, jossa jostain tietyn pörssilistatun johdannaisen tai omaisuuslajin kannalta kaikkein houkuttelevimmasta keskusvastapuolesta tulee ainoa paikka, jossa keskusvastapuolimäärityksiä tehdään. Tällainen tilanne voisi syntyä myös, jos markkinaosapuolet päättävät valita yhden ainoan (suurimman) keskusvastapuolen maksimoidakseen nettoutustehokkuuden ja alentaakseen vakuusvaatimuksia.

Kun otetaan huomioon kilpailu, markkinarakenne ja dynamiikka, tällaisen tilanteen syntyminen on kuitenkin epätodennäköistä. Arvopaperimarkkinaviranomainen eritoten toteaa, että tällaista määrityksen merkittävää siirtymää yhteen ainoaan keskusvastapuoleen estäisi sen riski, että keskusvastapuoli todennäköisesti korottaisi kaikilta määritysosapuolilta perimiään määritysmaksuja niin paljon, ettei se enää olisi vastapuolten silmissä houkutteleva. Korkean keskittymisasteen vuoksi rahoitusjärjestelmä myös altistuisi potentiaaliselle järjestelmäriskille, jonka yhteydessä sen toiminta riippuu yhdestä ainoasta keskusvastapuolesta ("single point of failure"), eivätkä markkinaosapuolet pystyisi tehokkaasti siirtämään positioitaan toiseen keskusvastapuoleen häiriötilanteessa.

Komissio yhtyy järjestelmäriskikomitean ja arvopaperiviranomaisen havaintoihin siitä, että määritysmarkkinat ovat jo hyvin keskittyneet EU:ssa siten, että jotkin pörssilistatut johdannaiset tai omaisuuslajit määritetään yksinomaan tai pääsääntöisesti yhdessä ainoassa keskusvastapuolella. Voidaan jopa odottaa, että huolimatta avointa ja syrjimätöntä pääsyä koskevien säännösten täytäntöönpanosta keskittyminen saattaisi lisääntyä tulevaisuudessa, koska ”keskusvastapuolen liiketoiminta kasvaa luontaisesti, jos keskusvastapuolen palveluilla vastataan onnistuneesti markkinaosapuolten mieltymyksiin”¹⁸.

Sitä vastoin voitaisiin väittää, että nykyinen keskittyminen voi selittyä olemassa olevilla markkinoilletulon esteillä, joita on tarkoitus vähentää avointa ja syrjimätöntä pääsyä koskevilla säännöksillä. Jos keskusvastapuolet voivat pyytää pääsyä kauppapaikkoihin avointa ja syrjimätöntä pääsyä koskevien MiFIR-asetuksen säännösten mukaisesti, tämä itse asiassa vähentää uusien keskusvastapuolten markkinoilletulon esteitä.

Komissio panee merkille, että EMIR-asetuksessa ja MiFIR-asetuksessa säädetään suoja-toimista tähän keskittymäriskiin puuttumiseksi. Ensinnäkin toimivaltaiset viranomaiset sääntelevät keskusvastapuolia EMIR-asetuksen mukaisesti. Kyseisessä asetuksessa säädetään liiketoiminnan organisoimisesta, vakavaraisuusvaatimuksista ja makrotason vakavaraisuussäännöistä keskusvastapuolten osalta. Toiseksi MiFIR-asetuksessa annetaan toimivaltaisille viranomaisille toimivalta evätä pääsy keskusvastapuoleen, jos pääsy uhkaisi markkinoiden joustavaa ja moitteetonta toimintaa, vaikuttaisi kielteisesti järjestelmäriskiin tai edellyttäisi yhteentoimivuusjärjestelyä.

Operatiivinen riski

Toinen tärkeä riskijoukko ovat tarpeettomat riskit, joita keskusvastapuoli ei pysty hallitsemaan. Perusteena ovat kauppapaikan odotettu liiketoimien volyyymi, operatiivinen riski ja monimutkaisuus sekä muut huomattavia tarpeettomia riskejä luovat seikat¹⁹. Arvopaperiviranomainen katsoo, että nämä riskit voivat potentiaalisesti lisätä järjestelmäriskiä vaikuttamalla muiden keskusvastapuolten määritysosapuoliin.

Tältä osin – samaan tapaan kuin organisaatiota, liiketoiminnan harjoittamista ja vakavaraisuusvaatimuksia koskevassa EMIR-asetuksen IV osastossa – MiFIR-asetuksessa sallitaan se, että keskusvastapuoli evää pääsyn, jos se tulee siihen tulokseen, että on huomattavia tarpeettomia riskejä, joita ei voida hallita, kun se on ensin pyrkinyt kaikin tavoin hallitsemaan riskejään²⁰.

Edellä mainittujen huomioiden perusteella komissio katsoo, että avointa ja syrjimätöntä pääsyä keskusvastapuoliin koskevien MiFIR-asetuksen säännösten soveltaminen pörssilistattuihin johdannaisiin todennäköisesti vaikuttaa kaiken kaikkiaan myönteisesti

¹⁸ Järjestelmäriskikomitean vastaus arvopaperimarkkinaviranomaiselle pörssilistattujen johdannaisten väliaikaisesta sulkemisesta MiFIR-asetuksen 35 ja 36 artiklan soveltamisalan ulkopuolelle, 9. helmikuuta 2016, s. 4.

¹⁹ MiFIR-asetuksen 35 artiklan 6 kohdan a alakohta.

²⁰ Komission delegoitu asetus, annettu 24 päivänä kesäkuuta 2016, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 600/2014 täydentämisestä kauppapaikkojen ja keskusvastapuolten määritys-järjestelmiin pääsyä koskevien teknisten sääntelystandardien osalta, 1 jakso, 1–4 artikla.

markkinoihin. Jos tällaisista säännöksistä mahdollisesti syntyviä riskejä ei kuitenkaan voida jättää huomiotta, komissio katsoo, että MiFIR-asetuksessa ja EMIR-asetuksessa vahvistetaan jo vahvat suojaustoimet, joilla voidaan vähentää keskusvastapuolten tarpeettomia operatiivisia riskejä tai kasvanutta järjestelmäriskiä.

5.2 Avoimesta ja syrjimättömästä pääsystä aiheutuva riski kauppapaikan tasolla

Avoimella ja syrjimättömällä pääsillä kauppapaikkoihin mahdollistetaan se, että keskusvastapuolet pystyvät määrittämään kauppapaikoissa tehdyt kaupat valintansa mukaan. Sen lisäksi, että tällä säännöksellä edistetään kilpailukykyisempää ympäristöä, sen tavoitteena on tarjota kauppapaikan kaupankäyntijäsenille mahdollisuus valita keskusvastapuoli, jossa ne haluavat määrittää kauppansa, myös silloin, kun keskusvastapuoli ja kauppapaikka ovat vertikaalisesti integroituneet samaan ryhmään.

Tästä voi olla erityistä hyötyä markkinaosapuolille, jotka haluavat maksimoida nettoutustehokkuuden ja alentaa vakuusvaatimuksia positioissaan eri kauppapaikoissa.

Rahoitusjärjestelmän vakauden näkökulmasta komissio myös jakaa arvoperiviranomaisen ja järjestelmäriskikomitean näkemykset siitä, että ympäristö, jossa toimii useita keskusvastapuolia, pienentää osaltaan järjestelmäriskiä lisäämällä keskusvastapuolten keskinäistä vaihdettavuutta häiriötilanteessa. Jos jokin kauppapaikkaan yhteydessä oleva keskusvastapuoli on vaikeuksissa, toiset samaan kauppapaikkaan yhteydessä olevat keskusvastapuolet pystyisivät jatkamaan kauppapaikassa tehtyjen kauppojen määrittämistä.

Yhteentoimivuusjärjestelyihin liittyvät riskit

EMIR-asetuksen 2 artiklassa määritetään yhteentoimivuusjärjestely kahden tai useamman keskusvastapuolen väliseksi järjestelyksi, joka koskee transaktioiden toteuttamista eri järjestelmien välillä. Tällaisilla järjestelyillä pyritään varmistamaan, että jos vastapuolia on kaksi tai useampi, ne pystyvät selviämään keskinäisistä vastuistaan sen prosessin tuloksena, jossa ne nettouttavat osallistujiansa kauppvoja toisiinsa yhteydessä olevissa keskusvastapuolissa.

Jos yhteentoimivuusjärjestelyä ei olisi, jäsenet, joilla on positioita eri keskusvastapuolissa, kärsisivät nettoutuksen tehostuudesta, vakuustarpeet olisivat korkeammat ja likviditeetti hajaantuisi. Tämä vähentäisi markkinaosapuolten kiinnostusta ympäristöön, jossa toimii useampia keskusvastapuolia. Järjestelmäriskin näkökulmasta arvopaperimarkkinaviranomaisen kertomuksessa korostetaan, että tällainen skenaario myös lisäisi kielteisesti myötäsyklisyyttä.

Suurin osa edellä kuvatuista riskeistä katoaisi, jos kauppapaikkaan yhteydessä olevat eri keskusvastapuolet hyödyntäisivät yhteentoimivuusjärjestelyjä. Komissio panee kuitenkin merkille, että järjestelmäriskikomitea on merkittäväällä tavalla huolestunut riskistä, joka liittyy siihen, että tällaiset yhteentoimivuusjärjestelyt mahdollisesti lisääntyisivät, kun avointa ja syrjimätöntä pääsyä ryhdytään soveltamaan pörssilistattuihin johdannaisiin, sovelletaanhan EMIR-asetuksen mukaisia yhteentoimivuusjärjestelyjä ainoastaan siirtokelpoisiin arvopapereihin ja rahamarkkinavälineisiin. Arvopaperiviranomainen ja

järjestelmäriskikomitea varoittavat myös siitä, että yhteentoimivuusjärjestelyjen käyttö pörssilistattujen johdannaisten yhteydessä saattaisi lisätä monimutkaisuutta ja riskiä johdannaisille luonteenomaisesti sekä vaikuttaa kielteisesti operatiivisen riskin yleiseen hallintaan keskusvastapuolen tasolla.

Komissio katsoo kuitenkin, että MiFIR-asetus sisältää suojatoimet sen varmistamiseksi, että riskejä vähennetään asianmukaisesti. Ensinnäkin 36 artiklan 4 kohdan a alakohdan mukaan toimivaltaisten viranomaisten on evättävä pääsy keskusvastapuoleen, jos pääsy edellyttäisi tällaista yhteentoimivuusjärjestelyä. Yhteentoimivuusjärjestely voidaan siis luoda kaupankäynnin eri keskusvastapuolten ja kauppapaikan välille ainoastaan, jos ne antavat suostumuksensa. Toiseksi, jos yhteentoimivuusjärjestely uhkaa markkinoiden sujuvaa ja moitteetonta toimintaa, toimivaltaisten viranomaisten on tällöinkin evättävä pääsy kauppapaikkaan.

Operatiivinen riski

MiFIR-asetuksessa otetaan myös huomioon operatiiviset riskit, jotka aiheutuvat liiketoimien odotetun volyymin monimutkaisuudesta, ja muut huomattavia tarpeettomia riskejä luovat seikat.

Kauppapaikka voi tällöin MiFIR-asetuksen 36 artiklan 6 kohdan mukaan ja noudattaen kauppapaikkojen ja keskusvastapuolten määrittelyjärjestelmiin pääsyä koskevissa teknisissä sääntelystandardeissa yksityiskohtaisesti esitettyjä säännöksiä²¹ evätä pääsyn.

6. PÄÄTELMÄT

Komissio panee merkille, että avointa ja syrjimätöntä pääsyä koskevia EMIR-asetuksen säännöksiä sovelletaan jo OTC-johdannaisiin, siirtokelpoisiin arvopapereihin ja rahamarkkinavälineisiin ilman väliaikaisia poikkeuksia. Arvopaperiviranomaisen arvioinnin perusteella vaikuttaa siltä, etteivät kyseiset pääsyjärjestelyt ole aiheuttaneet merkille pantavaa järjestelmäriskiä. Tässä yhteydessä kannattaa panna merkille, että OTC-johdannaiset ovat yleensä vähemmän vakioituja ja monimutkaisempia kuin pörssilistatut johdannaiset. Tämän vuoksi voidaan odottaa, että avointa ja syrjimätöntä pääsyä koskevien MiFIR-asetuksen säännösten täytäntöönpano pörssilistattujen johdannaisten osalta ei aiheuta sen suurempaa monimutkaisuutta kuin OTC-johdannaisten tapauksessa.

Avointa ja syrjimätöntä pääsyä koskevien MiFIR-asetuksen säännösten täytäntöönpano pörssilistattujen johdannaisten osalta saattaa kuitenkin aiheuttaa riskejä, jotka voivat potentiaalisesti uhata markkinoiden moitteetonta toimintaa tai vaikuttaa kielteisesti järjestelmärisktiin. Tässä kertomuksessa hahmotellaan tarkemmin joitakin mahdollisia riskejä ja varsinkin seuraaviin liittyviä riskejä: i) kaupankäynnin ja määrittelytoiminnan keskittyminen vertikaalisesti integroituneisiin ryhmiin ja ii) yhteentoimivuusjärjestelyjen potentiaalinen

²¹ Komission delegoitu asetus, annettu 24 päivänä kesäkuuta 2016, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 600/2014 täydentämisestä kauppapaikkojen ja keskusvastapuolten määrittelyjärjestelmiin pääsyä koskevien teknisten sääntelystandardien osalta, 2 jakso, 5–8 artikla.

lisääntyminen, jonka vuoksi yhteentoimivien keskusvastapuolten yleinen riskinhallinta voi monimutkaistua huomattavasti.

Näitä riskejä arvioituaan komissio katsoo, että MiFIR-asetuksella ja EMIR-asetuksella luodussa nykyisessä sääntelykehyksessä otetaan asianmukaisesti huomioon havaitut mahdolliset riskit. Sen lisäksi, että asianomaiset toimivaltaiset viranomaiset sääntelevät keskusvastapuolia EMIR-asetuksen mukaisesti, kyseisessä asetuksessa säädetään liiketoiminnan organisoimisesta, vakavaraisuusvaatimuksista ja makrotason vakavaraisuussäännöistä keskusvastapuolten osalta. Samaan aikaan MiFIR-asetuksessa annetaan keskusvastapuolille, kauppapaikoille ja asianomaisille viranomaisille mahdollisuus evätä pääsy keskusvastapuoliin tai kauppapaikkoihin, jos keskusvastapuoleen, kauppapaikkaan tai markkinoihin voi mahdollisesti kohdistua riskejä, kuten kauppapaikkojen ja keskusvastapuolten määrittelyjärjestelmiin pääsyä koskevassa teknisessä sääntelystandardissa yksityiskohtaisesti esitetään.

Tältä perustalta komissio katsoo, ettei ole tarpeen jättää pörssilistattuja johdannaisia väliaikaisesti MiFIR-asetuksen 35 ja 36 artiklan soveltamisalan ulkopuolelle.