



Brüsszel, 2017.9.11.
COM(2017) 468 final

A BIZOTTSÁG JELENTÉSE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK ÉS A TANÁCSNAK

**a tőzsdén kereskedett származtatott termékeknek a pénzügyi eszközök piacairól szóló
600/2014/EU rendelet 35. és 36. cikke hatálya alól történő ideiglenes kizárásának
szükségességéről**

A BIZOTTSÁG JELENTÉSE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK ÉS

A TANÁCSNAK

a tőzsdén kereskedett származtatott termékeknek a pénzügyi eszközök piacairól szóló 600/2014/EU rendelet 35. és 36. cikke hatálya alól történő ideiglenes kizárásának szükségességéről

1. BEVEZETÉS

Ez az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak szóló jelentés (a továbbiakban: **jelentés**) értékeli, hogy szükséges-e ideiglenesen kizárni a tőzsdén kereskedett származtatott termékeket a pénzügyi eszközök piacairól szóló 600/2014/EU rendelet (a továbbiakban: **MiFIR**) 35. és 36. cikkének hatálya alól. Az 52. cikk (12) bekezdése értelmében az Európai Bizottságnak jelentést kell tennie az Európai Parlament és a Tanács részére arról, hogy szükséges-e 2018. január 3-át követően legfeljebb harminc hónapra ideiglenesen kizárni a tőzsdén kereskedett származtatott termékeket a MiFIR 35. és 36. cikkében a központi szerződő felekhez (a továbbiakban: **CCP**) és a kereskedési helyszínekhez való megkülönböztetésmentes hozzáférésre vonatkozóan foglalt rendelkezések hatálya alól.

A MiFIR 52. cikkének (12) bekezdése szerint az Európai Bizottságnak jelentését az ESMA által az Európai Rendszerkockázati Testülettel (a továbbiakban: ERKT) folytatott konzultációt követően elkészített kockázatértékelésre kell alapoznia, és abban figyelembe kell vennie a tőzsdén kereskedett származtatott termékekre vonatkozó, nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférést előíró rendelkezésekből eredő, az Unió-szerthe működő pénzügyi piacok általános stabilitását és szabályos működését veszélyeztető kockázatokat. 2015 júliusában a Bizottság felkérte az ESMA-t, hogy az ERKT-val együttműködve készítsen kockázatértékelést. Az ERKT 2016. február 9-én közzétett véleménye¹ alapján az ESMA 2016. március 31-én benyújtotta kockázatértékelését².

A Bizottság felkérte az ESMA-t, hogy a kockázatértékelés során: i. határozza meg a potenciális kockázati tényezőket, továbbá értékelje azok valószínűségét, valamint a pénzügyi rendszereket érő káros hatások nagyságát; ii. értékelje a rendszerkockázat meglétét olyan kockázati tényezők alapján, amelyek kifejezetten a MiFIR szerinti hozzáférési megállapodásokhoz kapcsolódónak tekinthetők; valamint iii. részletes minőségi és mennyiségi elemzéssel támassza alá érvelését.

¹Az ERKT válasza az ESMA-nak a tőzsdén kereskedett származtatott termékeknek a MiFIR 35. és 36. cikke hatálya alól ideiglenes kizárásáról (2016. február 9.), https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/160210_ESRB_response.pdf?b34727f97ef6c1ef3a9fd58f3d67035e

² ESMA: Kockázatértékelés a tőzsdén kereskedett származtatott termékeknek a MiFIR 35. és 36. cikke hatálya alól ideiglenes kizárásáról (2016. április 4.), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-461_etd_final_report.pdf

A Bizottság tudomásul veszi, hogy a tőzsdén kereskedett származtatott termékekre vonatkozó, MiFIR szerinti hozzáférési megállapodások működésével kapcsolatos adatok hiányában az ESMA nem tudott a Bizottság által kért mennyiségi értékelést végezni.

2. A JELENTÉS TÁRGYA

Ahogy a 648/2012/EU rendelet (a továbbiakban: EMIR) a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre, a MiFIR a tőzsdén kereskedett származtatott termékekre vonatkozóan elszámolási kötelezettséget állapít meg³, emellett az átruházható értékpapírokra, a pénzügyi eszközökre és a tőzsdén kereskedett származtatott termékekre vonatkozóan előírja a CCP-khez és a kereskedési helyszínekhez való megkülönböztetésmentes és átlátható hozzáférést.

Az EMIR meghatározása szerint a tőzsdén kívüli származtatott ügylet olyan származtatott ügylet, amelyet nem szabályozott piacon vagy a szabályozott piaccal egyenértékűnek tekintett harmadik országbeli piacon kötnek⁴. Ezzel szemben a MiFIR meghatározása⁵ szerint a tőzsdén kereskedett származtatott termék „*olyan származtatott termék, amellyel szabályozott piacon vagy a szabályozott piaccal egyenértékűnek tekintett harmadik országbeli piacon kereskednek*”, és amely ennél fogva nem tartozik bele a tőzsdén kívüli származtatott ügyletnek az EMIR szerinti fogalom meghatározásába.

Így a MiFIR nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférést előíró rendelkezései a legalább egy szabályozott piacon kereskedett származtatott termékekre vonatkoznak, míg az EMIR nyílt hozzáférést előíró rendelkezései kizárólag a tőzsdén kívüli származtatott ügyleteket érintik, ideértve a multilaterális kereskedési rendszerben vagy szervezett kereskedési rendszerben kereskedett származtatott termékeket is, feltéve, hogy azokkal egyébként nem kereskednek szabályozott piacon vagy a szabályozott piaccal egyenértékűnek tekintett harmadik országbeli piacon.

A MiFIR 52. cikkének (12) bekezdésével összhangban ez a jelentés csak a tőzsdén kereskedett származtatott termékekkel foglalkozik, így nem terjed ki az átruházható értékpapírokra, a pénzügyi eszközökre, valamint a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre.

3. A MIFIR MEGKÜLÖNBÖZTETÉSMENTES HOZZÁFÉRÉST ELŐÍRÓ RENDELKEZÉSEI

A nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférést előíró rendelkezések célja a kereskedési helyszínek és a CCP-k közötti verseny erősítése és végeredményben a végső befektetők költségeinek csökkentése a CCP-k és a kereskedési helyszínek szintjén esetlegesen meglévő megkülönböztető gyakorlatok kizárásával.

A MiFIR 35. cikke előírja, hogy egy CCP-nek megkülönböztetésmentes és átlátható hozzáférést kell biztosítania a kereskedési helyszínek számára az ügyletek elszámolása céljából függetlenül attól, hogy azokat melyik kereskedési helyszínen teljesítik. Ezzel összefüggésben a CCP nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférhetőségének célja, hogy a

³ A MiFIR 29. cikkének (1) bekezdése.

⁴ Az EMIR 2. cikkének 7. pontja.

⁵ A MiFIR 2. cikkének (32) bekezdése.

kereskedési helyszínek joga legyen a megkülönböztetésmentes bánásmódhoz i. abból a szempontból, hogy a platformján kereskedett szerződéseket hogyan kezelik i. a biztosítéki követelmények és a gazdasági szempontból egyenértékű szerződések nettósítása, valamint ii. az ugyanazon CCP által elszámolt összefüggő szerződések letételeinek egymással szembeni beszámítása (cross-margining) tekintetében. Ezáltal lehetővé kell tenni a kereskedési helyszínek számára azt, hogy eldöntsék, mely CCP vagy CCP-k számolhatják el a platformjukon végrehajtott ügyleteket.

Ezzel párhuzamosan a MiFIR 36. cikke előírja, hogy a kereskedési helyszíni kérésre megkülönböztetésmentes és átlátható módon tegye hozzáférhetővé kereskedési adatfolyamait azon CCP-k számára, amelyek el kívánják számolni a kereskedési helyszínen lebonyolított ügyleteket.

A MiFIR azonban felismerte annak lehetőségét, hogy bizonyos körülmények között a CCP-khez és a kereskedési helyszínekhez való nyílt hozzáférés kockázatokat idézhet elő, és olyan hátrányokkal járhat, amelyek meghaladhatják a verseny fokozásával kapcsolatos szakpolitikai célkitűzéseket. Ezzel összefüggésben a MiFIR 35. és 36. cikke meghatározza azokat a feltételeket, amelyek mellett a hozzáférés megtagadható. A CCP és a kereskedési helyszíni illetékes hatóságai így elutasíthatják egy adott CCP vagy kereskedési helyszíni hozzáférési kérelmet akkor, ha a hozzáférés biztosítása i. veszélyeztetné a piac zavartalan és szabályos működését, különösen a likviditási források széttöredezettsége miatt, vagy hátrányosan befolyásolná a rendszerkockázatot, vagy ii. interoperabilitási megállapodást tenne szükségessé (a tőzsdén kereskedett származtatott termékek esetében), kivéve akkor, ha az érintett kereskedési helyszíni és CCP-k hozzájárultak a megállapodáshoz, és az abból eredő kockázatra harmadik fél fedezetet nyújt⁶. A hozzáférést ezenkívül a CCP-k és a kereskedési helyszínek is megtagadhatják akkor, ha az olyan jelentős indokolatlan kockázatot idézne elő, amely az ügyletek várható volumenére, a működési kockázatra és az összetettségre, valamint a jelentős indokolatlan kockázatot előidéző egyéb tényezőkre tekintettel nem kezelhető⁷.

E feltételeket részletesen a kereskedési helyszínek és a központi szerződő felek tekintetében az elszámoláshoz való hozzáférésre vonatkozó szabályozástechnikai standard tartalmazza⁸, amely meghatározza továbbá a hozzáférés biztosításának feltételeit, a bejelentési eljárásokat, valamint egyéb követelményeket is⁹. Mindenekelőtt a technikai standard meghatározza továbbá a kockázatok egyéb típusait az ügyletek várható volumene, a működési kockázat és az összetettség, valamint a jelentős indokolatlan kockázatot előidéző egyéb tényezők (pl. új termék, a CCP vagy a kereskedési helyszíni gazdasági életképességének veszélyeztetése, jogi kockázat, vagy a kereskedési és elszámolási szabályok összeegyeztethetlensége) alapján.

⁶ A MiFIR 35. cikkének(1) és (4) bekezdése, valamint 36. cikkének (4) bekezdése.

⁷ A MiFIR 35. cikke (6) bekezdésének a) pontja, valamint 36. cikke (6) bekezdésének a) pontja.

⁸ A Bizottság (EU) 2017/581 felhatalmazáson alapuló rendelete (2016. június 24.) a 600/2014/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a kereskedési helyszínek és a központi szerződő felek tekintetében az elszámoláshoz való hozzáférésre vonatkozó szabályozástechnikai standardok tekintetében történő kiegészítéséről.

⁹ Lásd az ESMA számára a 35. cikk (6) bekezdésében, valamint a 36. cikk (6) bekezdésében a szabályozástechnikai standardtervezetek kidolgozására vonatkozóan előírt megbízatást.

Ezenkívül a MiFIR konkrét rendelkezések formájában írja elő a tőzsdén kereskedett származtatott termékek összetettségének, valamint azon ebből eredő kihívásoknak a megfelelő figyelembevételét, amelyek a nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáféréssel járhatnak. A tőzsdén kereskedett származtatott termékek különösen hosszú lejáratuk, valamint tőkeáttételi hatásaik miatt összetettek.

A tőzsdén kereskedett származtatott termékek esetében a kereskedési helyszínek, illetve a CCP-nek az egyéb pénzügyi eszközökre vonatkozó három hónaptól eltérően hat hónapon belül kell írásbeli választ adnia, továbbá a hozzáférést a hozzáférési kérelemre adott pozitív választól számított három hónapon belül kell lehetővé tennie. Ha egy illetékes hatóság, a kereskedési helyszín vagy a CCP elutasítja a hozzáférési kérelmet, akkor döntését teljes körűen meg kell indokolnia, továbbá tájékoztatnia kell az érintett illetékes hatóságokat.

A MiFIR ezenkívül átmeneti intézkedést tartalmaz azon kereskedési helyszínekre vonatkozóan, amelyek évi 1 000 000 millió EUR alatti nominális értékű tőzsdén kereskedett származtatott termék kereskedését teszik lehetővé¹⁰. Az ilyen kereskedési helyszínek a MiFIR alkalmazásának napját követő harminc (bizonyos feltételek esetén legfeljebb hatvan¹¹) hónapos időszakra mentesülhetnek a nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférést előíró rendelkezések hatálya alól.

Végül a MiFIR 52. cikkének (12) bekezdésével összhangban és e jelentés következtetéseitől függően a Bizottság úgy határozhat, hogy az ESMA által az ERKT bevonásával készített kockázatértékelés alapján a tőzsdén kereskedett származtatott termékeket legfeljebb 30 hónapra zárja ki a MiFIR 35. és 36. cikkének hatálya alól. A MiFIR 54. cikkének (2) bekezdése értelmében továbbá abban az esetben, ha a Bizottság úgy határoz, hogy nem zárja ki átmenetileg a tőzsdén kereskedett származtatott termékeket a MiFIR 35. és 36. cikkének hatálya alól, a CCP vagy a kereskedési helyszín kérelmezheti az illetékes hatóságtól, hogy az engedélyezze számára, hogy átmeneti rendelkezésekhez folyamodjon. Az illetékes hatóság a nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférés tőzsdén kereskedett származtatott termékekre való alkalmazásából eredő, az adott CCP-k és a kereskedési helyszínek szabályos működését érintő kockázatok értékelése alapján úgy határozhat, hogy 2020. július 3-ig tartó, átmeneti időszakon keresztül az adott CCP-t vagy kereskedési helyszínt mentesíti a hozzáférést előíró rendelkezések alól.

4. A TŐZSDÉN KERESKEDETT SZÁRMAZTATOTT TERMÉKEK PIACI INFRASTRUKTÚRÁJA

Meg kell említeni, hogy az ESMA a kockázatértékelését 2016 áprilisában tette közzé, azon új szabályozási követelmények alkalmazását megelőzően, vagy alkalmazásuk igen korai szakaszában, amelyek célja, hogy i. a likvid és szabványosított származtatott termékekkel a lehetséges mértékben kereskedési helyszíneken kereskedjenek; valamint ii. a

¹⁰ MiFIR 36. cikk (5) bekezdés.

¹¹ A MiFIR 36. cikkének (5) bekezdése szerint az a kereskedési helyszín, amely a kívülmaradás ideje alatt nem éri el a tőzsdén kereskedett származtatott termékek éves nominális értéke alapján meghatározott 1 000 000 millió EUR határértéket, további harminc hónapra mentességben részesülhet.

rendszerkockázat mérséklése érdekében az érintett tőzsdén kívüli származtatott ügyleteket és tőzsdén kereskedett származtatott termékeket egyaránt központilag számolják el.

Az ERKT és az ESMA egyaránt úgy ítéli meg, hogy a bizonyos feltételeket teljesítő tőzsdén kívüli származtatott ügyletek esetében a MiFIR 28. cikkében előírt, kereskedési helyszínen történő kereskedésre vonatkozó kötelezettség várhatóan növelni fogja a kereskedési helyszínen, ezen belül a szabályozott piacon kereskedett származtatott termékek számát¹². A szabályozott piacra bevezetett származtatott termékek tehát tőzsdén kereskedett származtatott terméknek minősülnek, amelyeket így a MiFIR 29. cikkével összhangban valamely CCP-nek kell elszámolnia.

Az ESMA megállapításai szerint az európai származékos piac nagyrészt tőzsdén kívüli piac. 2016. június végén a tőzsdén kereskedett származtatott termékek világpiaca a világ származékos piacának valamivel több mint 10 %-át tette ki, ami 2008 óta csökkenő trendet mutat¹³. A nominális értéken számított állományt tekintve a tőzsdén kereskedett származtatott termékek piaca főként származtatott kamatügyletekből áll, amelyek 60 %-40 %-ban oszlanak meg az opciók és a határidős ügyletek között.

Az ESMA kockázatértékelése emellett párhuzamosságot mutat ki a tőzsdén kereskedett származtatott termékek naponta elszámolt nominális értékének az utóbbi években tapasztalt jelentős csökkenése, valamint a hosszabb lejáratú eszközökre való fokozatos áttérés között.

Az ESMA szerint továbbá a tőzsdén kereskedett származtatott termékek európai piacát a kereskedés és az elszámolás tekintetében is egyaránt nagymértékű koncentráció jellemzi. Ehhez járul a vertikálisan integrált piaci infrastruktúra, amelyben a domináns kereskedési és elszámolási struktúrák azonos integrált csoportokhoz tartoznak. 2014-ben az elszámolt tőzsdén kereskedett származtatott termékek száma alapján a legnagyobb CCP 58 %-os, míg a három legnagyobb CCP együttesen 90 %-os piaci részesedéssel rendelkezett. A fennmaradó piaci részesedés számos kisebb piaci szereplő között oszlik meg.

A piac szerkezetét eszközosztályok alapján értékelve az ESMA arra a következtetésre jut, hogy e tekintetben a piac még koncentráltabb: kereskedési értéken számítva a tőzsdén kereskedett részvényalapú származtatott termékek forgalmának 70 %-át egy tőzsdén, a tőzsdén kereskedett kötvényalapú származtatott termékek forgalmának 80 %-át pedig egy másik tőzsdén bonyolítják.

A tőzsdén kereskedett árualapú származtatott termékek esete – az energialapú termékek kivételével – valamelyest eltérő: e termékek piacát nagy fokú szakosodás, valamint a kereskedési helyszínek és a CCP-k kismértékű átfedése jellemzi.

¹² A MiFIR 28. cikke szerinti kereskedési kötelezettség teljesítettnek minősül, ha az ügyletet szabályozott piacon kötik meg, valamint akkor is, ha erre multilaterális kereskedési rendszerben vagy szervezett kereskedési rendszerben kerül sor.

¹³ Lásd Nemzetközi Fizetések Bankja: *Triennial Central Bank Survey*, 1. táblázat (tőzsdén kívüli származtatott ügyletekben meglévő pozíciók 2016. június végén), Monetáris és Gazdasági Osztály, 2016. december 11., http://www.bis.org/publ/otc_hy1612/triensusvstatannex.pdf

Ezzel párhuzamosan az EMIR-ben előírt elszámolási kötelezettség folyamatos végrehajtásával a tőzsdén kívüli származékos ügyletek jelentős része került eddig is, és kerül a továbbiakban is a központi elszámolás körébe. Az ESMA EMIR szerinti szabályozástechnikai standardjait követően az Európai Bizottság felhatalmazáson alapuló jogi aktusokat fogadott el az EUR, GBP, JPY, USD, NOK, PLN és SEK devizákban denominált kamatcsere-ügyletek, valamint az EUR-ban denominált index CDS-ek központi elszámolására vonatkozóan¹⁴, ezzel az érintett osztályok tőzsdén kívüli származékos piacának mintegy 70 %-át vonta központi elszámolás körébe¹⁵. Megemlítendő továbbá, hogy bár az elszámolási kínálat igen koncentrált, a kamatcsere-ügyletek piacán hat különböző CCP nyújt elszámolási szolgáltatásokat.

A Bizottság megállapítja, hogy i. a származtatott kamatügyletek teszik ki a tőzsdén kereskedett származtatott termékek nagy részét; ii. a MiFIR-ben előírt kereskedési kötelezettségből adódóan a tőzsdén kereskedett származtatott termékek fogalom meghatározása kiterjedhet a származtatott kamatügyletek egy részére; iii. az EMIR-ben előírt elszámolási kötelezettséget jelenleg is alkalmazni kell a kamatcsere-ügyletekre; valamint iv. a piaci koncentráció ellenére a származtatott kamatügyletek piaca hat különböző CCP között oszlik meg. A Bizottság ezért egyetért az ESMA azon következtetésével, hogy a nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférést előíró rendelkezések végrehajtásának a tőzsdén kereskedett származtatott termékeket érintő következményeire vonatkozó értékelésében a származtatott kamatügyletek tekinthetők a legrelevánsabb eszközosztálynak.

5. A NYÍLT ÉS MEGKÜLÖNBÖZTETÉSMENTES HOZZÁFÉRÉST ELŐÍRÓ RENDELKEZÉSEK KOCKÁZATÉRTÉKELÉSE A TŐZSDÉN KERESKEDETT SZÁRMAZTATOTT TERMÉKEK SZEMPONTJÁBÓL

Bár a MiFIR nyílt hozzáférést előíró rendelkezéseit még nem hajtották végre, az ESMA arról számol be, hogy az EGT egyes CCP-i és kereskedési helyszínei már kialakítottak és sikeresen alkalmaznak a tőzsdén kereskedett származtatott termékekre vagy a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre vonatkozó hozzáférési megállapodásokat¹⁶. Az ESMA úgy ítéli meg, hogy az EMIR rendelkezései¹⁷ alapján a piaci infrastruktúrák által alkalmazott hozzáférési megállapodások kapcsán eddig nem merült fel számottevő rendszerkockázat. Ez annak ellenére mondható el, hogy a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek jellemzően kevésbé szabványosítottak, ugyanakkor összetettebbek a tőzsdén kereskedett származtatott termékekhez képest.

¹⁴ A Bizottság (EU) 2015/2205 felhatalmazáson alapuló rendelete (2015. augusztus 6.) a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek az elszámolási kötelezettségre vonatkozó szabályozástechnikai standardok tekintetében történő kiegészítéséről; a Bizottság (EU) 2016/592 felhatalmazáson alapuló rendelete (2016. március 1.) a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek az elszámolási kötelezettségre vonatkozó szabályozástechnikai standardok tekintetében történő kiegészítéséről; a Bizottság (EU) 2016/1178 felhatalmazáson alapuló rendelete (2016. június 10.) a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek az elszámolási kötelezettségre vonatkozó szabályozástechnikai standardok tekintetében történő kiegészítéséről.

¹⁵ A fokozatos végrehajtás 2016. június 21-én kezdődött. Lásd ESMA: *Kockázatértékelés a tőzsdén kereskedett származtatott termékeknek a MiFIR 35. és 36. cikke hatálya alóli ideiglenes kizárásáról* (2016. április 4.), 11. ábra, 10. o.

¹⁶ Lásd ESMA: *Kockázatértékelés a tőzsdén kereskedett származtatott termékeknek a MiFIR 35. és 36. cikke hatálya alóli ideiglenes kizárásáról* (2016. április 4.), 2. táblázat, 16. o.

¹⁷ EMIR 7. és 8. cikk.

Az ESMA értékelésével összhangban azonban az Európai Bizottság véleménye az, hogy a tőzsdén kereskedett származtatott termékekre vonatkozóan eddig kialakított hozzáférési megállapodások elvben okozhatnak olyan kockázatokat, amelyek veszélyeztethetik a piacok zavartalan és szabályos működését, vagy kedvezőtlenül befolyásolhatják a rendszerkockázatot.

Ebből a szempontból, továbbá az ERKT makroprudenciális kockázatértékelését figyelembe véve az ESMA egy sor olyan potenciális kockázatra mutat rá, amelyek a MiFIR nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférést előíró rendelkezéseinek a tőzsdén kereskedett származtatott termékekre történő alkalmazásából eredhetnek.

5.1. A nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférés kockázatai a CCP-k szintjén

A CCP-khez való nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférés lehetővé teszi a kereskedési helyszínek számára, hogy ügyleteiket a választásuk szerinti CCP-vel számoltassák el. Ez különösen a kereskedési kötelezettség tervezett végrehajtásának fényében lényeges, amely révén számos tőzsdén kívüli származtatott ügylet kerül a MiFIR nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférést előíró rendelkezéseinek hatálya alá, emellett olyan új kereskedési helyszínek léphetnek a piacra, amelyek nem rendelkeznek hozzáféréssel a vertikálisan integrált CCP-khez. A kereskedési és elszámolási költségek szoros kapcsolatára az ESMA kockázatértékelése is rámutat. Egy adott kereskedési helyszínen a piaci szereplők a kapcsolódó elszámolási költségekkel együttesen értékelik a kereskedés költségét. Egy kereskedési helyszín nem lehet versenyképes akkor, ha nem képes vonzó elszámolási költségekhez hozzáférést biztosítani. E rendelkezések nélkül az új és vertikálisan nem integrált kereskedési helyszínek számára nem lenne lehetséges a piacra lépés, így nem mozdíthatnák elő az erőteljesebb versennyel jellemezhető, kevésbé koncentrált piac kialakulását.

Koncentrációs kockázat

E célkitűzéseket figyelembe véve a Bizottság osztja az ESMA azon nézetét, hogy a tőzsdén kereskedett származtatott termékek vonatkozásában a nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáféréssel összefüggő fő kockázatok egyike egy újfajta koncentrációs kockázat („kritikus hibapont”). E kockázati forgatókönyv szerint ha a kereskedési helyszínek választhatnak a CCP-k közül, az olyan helyzetet eredményezhet, amelyben egy adott tőzsdén kereskedett származtatott termék vagy eszközosztály szempontjából legvonzóbb CCP kizárólagos központi elszámolóvá válik. Ugyanez a helyzet alakulhat ki akkor is, ha a piaci szereplők a nettósítási hatékonyság maximalizálása, valamint a fedezeti követelmények mérséklése érdekében egyetlen (a legnagyobb) CCP mellett döntenek.

A verseny, valamint a piac szerkezete és dinamikája miatt azonban nem valószínű, hogy e forgatókönyv bekövetkezhet. Az ESMA ugyanis arról számol be, hogy az elszámolás egyetlen CCP-hez történő jelentős átcsoportosításával szemben visszatartó erőt jelentene az a kockázat, hogy a CCP valamennyi klíringtag számára olyan mértékben megemelheti az elszámolási díjat, amely a partnerek számára már nem vonzó. Emellett a nagy fokú koncentrációval kritikus hibapont keletkezne a pénzügyi rendszerben, ami rendszerszintű következményekkel

járhat, és akadályozhatja a piaci szereplőket abban, hogy hiba esetén hatékonyan átvihessék pozícióikat egy másik CCP-hez.

A Bizottság egyetért továbbá az ERKT és az ESMA azon megállapításával, hogy az uniós elszámolási piac jelenleg is nagymértékben koncentrált, mivel egyes eszközosztályokat és tőzsdén kereskedett származtatott termékeket kizárólag vagy döntő többségben egyetlen CCP-ben számolnak el. Számítani lehet arra is, hogy a nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférést előíró rendelkezések végrehajtásától függetlenül a koncentráció erősödhet a jövőben „*egy CCP tevékenységének »természetes« kereskedelmi bővülésével is, ha szolgáltatásai megfelelnek a piaci szereplők igényeinek*”¹⁸.

Ugyanakkor elmondható, hogy a jelenlegi koncentráció a piacra lépés azon meglévő akadályainak tulajdonítható, amelyeket a nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférést előíró szabályok hivatottak megszüntetni. Valójában ha a CCP-k a MiFIR nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférést előíró rendelkezései alapján hozzáférést kérhetnek a kereskedési helyszínekhez, azzal mérséklődnek az új CCP-k piacra lépésének akadályai.

A Bizottság megállapítja, hogy az EMIR és a MiFIR megfelelő biztosítékokat nyújt a koncentrációs kockázatok kezeléséhez. Egyrészt a CCP-eket az érintett illetékes hatóságok az EMIR-nek megfelelően szabályozzák, amely rögzíti a CCP-k számára az üzletvitel szervezeti rendjét, a prudenciális standardokat, valamint a makroprudenciális szabályokat. Másrészt a MiFIR felhatalmazza az illetékes hatóságokat arra, hogy elutasítsák egy adott CCP hozzáférési kérelmét, ha a hozzáférés veszélyezteti a piacok zavartalan és szabályos működését, kedvezőtlenül befolyásolja a rendszerkockázatot, vagy interoperabilitási megállapodást tesz szükségessé.

Működési kockázat

További fontos kockázatsoportot alkotnak az olyan indokolatlan kockázatok, amelyeket a kereskedési helyszínen lebonyolított ügyletek várható volumenére, a működési kockázatra és az összetettségre, valamint a jelentős indokolatlan kockázatot előidéző egyéb tényezőkre tekintettel a CCP nem képes kezelni¹⁹. Az ESMA úgy ítéli meg, hogy e kockázatok a többi CCP klíringtagjaira kifejtett hatásokon keresztül fokozhatják a rendszerkockázatot.

E tekintetben az EMIR IV. címének szervezeti, üzletviteli és prudenciális követelményeivel párhuzamosan a MiFIR lehetővé teszi a CCP számára, hogy elutasítsa a hozzáférést, ha a kockázatainak kezelésére szolgáló valamennyi észszerű intézkedés megtételét követően megállapítja, hogy továbbra is fennállnak olyan jelentős indokolatlan kockázatok, amelyek nem kezelhetők²⁰.

¹⁸ Az ERKT válasza az ESMA-nak a tőzsdén kereskedett származtatott termékeknek a MiFIR 35. és 36. cikke hatálya alóli ideiglenes kizárásáról (2016. február 9.), 4. o.

¹⁹ MiFIR 35. cikk (6) bekezdés a) pont.

²⁰ A Bizottság (EU) 2017/581 felhatalmazáson alapuló rendelete (2016. június 24.) a 600/2014/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a kereskedési helyszínek és a központi szerződő felek tekintetében az elszámoláshoz való hozzáférésre vonatkozó szabályozástechnikai standardok tekintetében történő kiegészítéséről, 1. szakasz, 1–4. cikk.

A fenti megfontolásokra tekintettel a Bizottság úgy ítéli meg, hogy a MiFIR a tőzsdén kereskedett származtatott termékek számára a CCP-khez való nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférést előíró rendelkezései várhatóan összességében kedvező hatással lesznek a piacra. Az említett rendelkezésekből eredő, figyelmen kívül nem hagyható kockázatok tekintetében a Bizottság úgy ítéli meg, hogy a MiFIR és az EMIR jelenleg is erős biztosítékokat nyújt a CCP-ket érintő indokolatlan működési kockázatokkal, valamint a rendszerkockázat erősödésével szemben.

5.2. A nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférés kockázatai a kereskedési helyszínek szintjén

A kereskedési helyszínekhez való nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférés lehetővé teszi a CCP-k számára, hogy elszámolják a választásuk szerinti kereskedési helyszíneken kötött ügyleteket. Az erőteljesebb versennyel jellemezhető környezet előmozdításán túl e rendelkezés célja, hogy egy adott kereskedési helyszín tagjai számára lehetővé tegye az ügyleteiket elszámoló CCP megválasztását akkor is, ha a CCP és a kereskedési helyszín azonos vertikálisan integrált csoporthoz tartozik.

Ez különösen előnyös lehet azon piaci szereplők számára, amelyek a különböző kereskedési helyszíneken felvett pozícióikkal kapcsolatban a nettósítási hatékonyság maximalizálására, valamint a fedezeti követelmények mérséklésére törekuszenek.

Ezenfelül a pénzügyi stabilitás szempontjából a Bizottság osztja az ESMA és az ERKT nézetét, amely szerint a több CCP-ből álló környezet hozzájárul a rendszerkockázat mérsékléséhez azáltal, hogy hiba esetén megerősíti a CCP-k helyettesíthetőségét. Ha egy adott kereskedési helyszínhez kapcsolódó CCP nehéz helyzetbe kerül, akkor a kereskedési helyszínhez kapcsolódó többi CCP képes folyamatosan elszámolni az ott kötött ügyleteket.

Az interoperabilitási megállapodásokkal kapcsolatos kockázatok

Az EMIR 2. cikkének meghatározása szerint az interoperabilitási megállapodás két vagy több CCP közötti olyan megállapodás, amely az ügyletek rendszereken átnyúló végrehajtását foglalja magában. Az ilyen megállapodások célja annak lehetővé tétele, hogy két vagy több CCP egymással szembeni kitettséggel rendelkezessen azon folyamat eredményeként, amelynek során az összekapcsolt CCP-k nettósítják tagjaik ügyleteit.

Interoperabilitási megállapodás hiányában a különböző CCP-knél pozícióval rendelkező tagok a nettósítás hatékonysági problémáival, magasabb fedezeti szükséglettel, valamint a likviditási források széttördeltségével szembesülnének. Ez kevésbé tenné érdekeltté a piaci szereplőket a több CCP-ből álló környezetben. A rendszerkockázat szempontjából az ESMA jelentése hangsúlyozza, hogy ez a forgatókönyv kedvezőtlenül erősítené a prociklikusságot.

A fent ismertetett kockázatok többsége az adott kereskedési helyszínhez kapcsolódó különböző CCP-k közötti interoperabilitási megállapodások alkalmazásával kiküszöbölhető lenne, ugyanakkor a Bizottság tudomásul veszi az ERKT azon kockázattal kapcsolatos erős aggodalmát, amely a tőzsdén kereskedett származtatott termékek esetében a nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférés végrehajtását követően esetlegesen megsokszorozódó

interoperabilitási megállapodásokkal függ össze. Valójában az EMIR szerinti interoperabilitási megállapodások kizárólag az átruházható értékpapírok és a pénzügyi eszközök esetében alkalmazhatók. Az ESMA és az ERKT figyelmeztet továbbá arra, hogy a tőzsdén kereskedett származtatott termékekkel összefüggésben történő alkalmazásuk jelentős mértékű összetettséget és kockázatot idézhet elő a származtatott termékek jellemzőiből adódóan, és a CCP-k szintjén kedvezőtlenül befolyásolhatja a működési kockázatok általános kezelését.

A Bizottság ugyanakkor úgy ítéli meg, hogy a MiFIR biztosítékokat nyújt e kockázatok megfelelő kezeléséhez. Egyrészt a 36. cikk (4) bekezdésének a) pontja szerint az illetékes hatóságok elutasíthatják a CCP hozzáférési kérelmét, ha a hozzáféréshez interoperabilitási megállapodásra lenne szükség. A különböző CCP-k között tehát csak abban az esetben jöhet létre interoperabilitási megállapodás, ha ahhoz a kereskedési helyszín hozzájárult. Másrészt az illetékes hatóságok akkor is megtagadhatják a kereskedési helyszínhez való hozzáférést, ha az interoperabilitási megállapodás veszélyezteti a piac zavartalan és szabályos működését.

Működési kockázat

A MiFIR az ügyletek várható volumenéből és az összetettségéből, valamint a jelentős indokolatlan kockázatot előidéző egyéb tényezőkből eredő működési kockázattal is számol.

Ebben az esetben a MiFIR 36. cikkének (6) bekezdése, valamint a kereskedési helyszínek és a központi szerződő felek tekintetében az elszámoláshoz való hozzáférésre vonatkozó szabályozástechnikai standard²¹ értelmében a kereskedési helyszín megtagadhatja a hozzáférést.

6. KÖVETKEZTETÉSEK

A Bizottság megállapítja, hogy az EMIR nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférést előíró rendelkezéseit ideiglenes mentességek nélkül jelenleg is alkalmazni kell a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre, az átruházható értékpapírokra, valamint a pénzügyi eszközökre. Az ESMA értékelése alapján megállapítható, hogy e hozzáférési megállapodások nem idéztek elő számottevő rendszerkockázatot. E tekintetben meg kell említeni, hogy a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek jellemzően kevésbé szabványosítottak, ugyanakkor összetettebbek a tőzsdén kereskedett származtatott termékekhez képest. Következésképpen a MiFIR nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférést előíró rendelkezéseinek a tőzsdén kereskedett származtatott termékek tekintetében történő végrehajtása várhatóan nem eredményez nagyobb összetettséget a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekhez képest.

A MiFIR nyílt és megkülönböztetésmentes hozzáférést előíró rendelkezéseinek a tőzsdén kereskedett származtatott termékek tekintetében történő végrehajtása ezzel együtt előidézhet olyan kockázatokat, amelyek veszélyeztethetik a piacok zökkenőmentes és szabályos működését, vagy kedvezőtlenül befolyásolhatják a rendszerkockázatot. Ez a jelentés

²¹ A Bizottság (EU) 2017/581 felhatalmazáson alapuló rendelete (2016. június 24.) a 600/2014/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a kereskedési helyszínek és a központi szerződő felek tekintetében az elszámoláshoz való hozzáférésre vonatkozó szabályozástechnikai standardok tekintetében történő kiegészítéséről, 2. szakasz, 5–8. cikk.

konkrétan megemlíti számos potenciális kockázatot, így különösen azokat, amelyek azzal kapcsolatban merülhetnek fel, hogy i. a kereskedési és elszámolási tevékenység vertikálisan integrált csoportokban koncentrálódik, valamint ii. az interoperabilitási megállapodások esetleges megsokszorozódásával számottevően nőhet az összetettség az interoperábilis CCP-k általános kockázatkezelésében.

E kockázatok vizsgálata alapján a Bizottság úgy ítéli meg, hogy a MiFIR és az EMIR alkotta jelenlegi szabályozási keret megfelelően kezeli az azonosított potenciális kockázatokat. Amellett, hogy a CCP-eket az érintett illetékes hatóságok szabályozzák, az EMIR rögzíti a CCP-k számára az üzletvitel szervezeti rendjét, a prudenciális standardokat, valamint a makroprudenciális szabályokat. Ezzel párhuzamosan a MiFIR lehetővé teszi a CCP-k, a kereskedési helyszínek és az érintett hatóságok számára, hogy az adott CCP vagy kereskedési helyszín, vagy a piac veszélyeztetettsége esetén a kereskedési helyszínek és a központi szerződő felek tekintetében az elszámoláshoz való hozzáférésre vonatkozó szabályozástechnikai standard értelmében elutasítsák az érintett infrastruktúra hozzáférési kérelmét.

A fentiek alapján a Bizottság arra a következtetésre jut, hogy a tőzsdén kereskedett származtatott termékeket nem szükséges ideiglenesen kizárni a MiFIR 35. és 36. cikkének hatálya alól.