



Brussel, 11.9.2017  
COM(2017) 468 final

**VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE  
RAAD**

**betreffende de noodzaak om beursverhandelde derivaten tijdelijk uit te sluiten van de  
werkingsfeer van de artikelen 35 en 36 van Verordening (EU) nr. 600/2014 betreffende  
markten in financiële instrumenten**

**VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT EN  
DE RAAD**

**betreffende de noodzaak om beursverhandelde derivaten tijdelijk uit te sluiten van de werkingssfeer van de artikelen 35 en 36 van Verordening (EU) nr. 600/2014 betreffende markten in financiële instrumenten**

**1. INLEIDING**

In dit verslag aan het Europees Parlement en de Raad (hierna "**het verslag**" genoemd) wordt een beoordeling gemaakt van de noodzaak om beursverhandelde derivaten tijdelijk uit te sluiten van de werkingssfeer van de artikelen 35 en 36 van Verordening (EU) nr. 600/2014 betreffende markten in financiële instrumenten (hierna "**MiFIR**" genoemd). Op grond van artikel 52, lid 12, van die verordening moet de Commissie aan het Europees Parlement en de Raad een verslag voorleggen over de vraag of beursverhandelde derivaten voor een periode tot dertig maanden vanaf 3 januari 2018 tijdelijk moeten worden uitgesloten van de bepalingen inzake niet-discriminerende toegang tot centrale tegenpartijen (hierna: "**CTP's**" genoemd) en handelsplatforms op grond van de artikelen 35 en 36 MiFIR.

In artikel 52, lid 12, MiFIR is voorts bepaald dat de Europese Commissie haar verslag moet baseren op een door de ESMA in overleg met het ESRB verrichte risicobeoordeling, waarbij rekening wordt gehouden met eventuele risico's voor de algemene stabiliteit en het ordelijke functioneren van de financiële markten in de gehele Unie die voortvloeien uit de bepalingen inzake open en niet-discriminerende toegang voor beursverhandelde derivaten. In juli 2015 heeft de Commissie de ESMA gevraagd om, in samenwerking met het ESRB, dergelijke risicobeoordeling uit te voeren. Op 31 maart 2016 heeft de ESMA haar risicobeoordeling<sup>1</sup> ingediend, die was gebaseerd op een op 9 februari 2016 bekendgemaakt advies van het ESRB<sup>2</sup>.

De ESMA is door de Commissie gevraagd om bij het uitvoeren van haar risicobeoordeling: i) potentiële risicofactoren in kaart te brengen en de waarschijnlijkheidsgraad ervan in te schatten, alsmede de omvang van de schadelijke effecten voor financiële systemen; ii) het bestaan van systeemrisico's na te gaan aan de hand van risicofactoren die als specifiek kunnen gelden voor toegangsregelingen overeenkomstig MiFIR, en iii) een nadere kwalitatieve en kwantitatieve analyse ter onderbouwing van haar argumenten op te nemen.

---

<sup>1</sup> ESMA, *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR*, 4 april 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 februari 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)

De Commissie neemt nota van het feit dat de ESMA, bij ontstentenis van gegevens over operationele toegangsregelingen voor beursverhandelde derivaten in het kader van MiFIR, niet in staat was om, zoals door de Commissie gevraagd, een kwantitatieve beoordeling te maken.

## **2. REIKWIJDTE VAN HET VERSLAG**

Zoals in Verordening (EU) nr. 648/2012 (hierna "EMIR" genoemd) voor otc-derivaten was gebeurd, zo voert MiFIR een clearingverplichting in voor beursverhandelde derivaten<sup>3</sup>, alsmede niet-discriminerende en transparante toegang tot CTP's en handelsplatforms voor effecten, geldmarktinstrumenten en beursverhandelde derivaten.

In EMIR<sup>4</sup> wordt een "otc-derivaat" omschreven als een derivatencontract waarvan de uitvoering niet plaatsvindt op een gereguleerde markt of op een markt van een derde land die geacht wordt gelijkwaardig te zijn aan een gereguleerde markt. Daarentegen worden in MiFIR<sup>5</sup> "beursverhandelde derivaten" omschreven als "een derivaat dat wordt verhandeld op een gereguleerde markt of op de markt van een derde land die [...] als gelijkwaardig met een gereguleerde markt wordt beschouwd", en vallen ze dus niet onder de definitie van een otc-derivaat in EMIR.

Dit betekent dat daar waar de MiFIR-bepalingen inzake open en niet-discriminerende toegang gelden voor derivaten die ten minste op een gereguleerde markt worden verhandeld, de EMIR-bepalingen inzake open toegang gelden voor derivaten die alleen otc worden verhandeld, daaronder begrepen derivaten verhandeld op multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's) of georganiseerde handelsfaciliteiten (OTF's) mits ze niet anderszins worden verhandeld op een gereguleerde markt of op een markt van een derde land die geacht wordt gelijkwaardig te zijn aan een gereguleerde markt.

In overeenstemming met artikel 52, lid 12, MiFIR betreft dit verslag uitsluitend beursverhandelde derivaten en gaat het dus niet om effecten, geldmarktinstrumenten en otc-derivaten.

## **3. MiFIR-BEPALINGEN INZAKE NIET-DISCRIMINERENDE TOEGANG**

De bepalingen inzake open en niet-discriminerende toegang zijn bedoeld om de concurrentie tussen handelsplatforms en CTP's te versterken - en zo uiteindelijk de kosten voor eindbeleggers te verlagen - door discriminerende praktijken te voorkomen die eventueel op het niveau van zowel de CTP's als de handelsplatforms bestaan.

In artikel 35 MiFIR is bepaald dat een CTP op een niet-discriminerende en transparante basis toegang tot handelsplatforms moet geven, ongeacht op welk handelsplatform de transactie wordt uitgevoerd. In dat verband moet open en niet-discriminerende toegang ervoor te zorgen dat een handelsplatform het recht heeft op niet-discriminerende wijze te worden behandeld met betrekking tot de wijze waarop de via dat platform verhandelde contracten worden

---

<sup>3</sup> Artikel 29, lid 1, MiFIR.

<sup>4</sup> Artikel 2, lid 7, EMIR.

<sup>5</sup> Artikel 2, punt 32, MiFIR.

behandeld op het stuk van i) onderpandvereisten en de verrekening van economisch gelijkwaardige contracten, en ii) cross-margining met gecorreleerde contracten die door dezelfde CTP worden gecleard. Hiermee zouden handelsplatforms de mogelijkheid moeten krijgen om te beslissen welke CTP's de op hun platforms uitgevoerde transactie mogen clearen.

Parallel hiermee is in artikel 36 MiFIR bepaald dat een handelsplatform, op verzoek, op niet-discriminerende en transparante basis toegang tot zijn transactiestromen (trade feeds) aanbiedt aan CTP's die transacties op dat handelsplatform willen clearen.

In MiFIR werd er evenwel mee gerekend dat in bepaalde omstandigheden open toegang tot CTP's en handelsplatforms risico's kan doen ontstaan en mogelijk nadelen kan hebben die zwaarder wegen dan de beleidsdoelstellingen van meer concurrentie. In dat verband is in de artikelen 35 en 36 MiFIR bepaald op welke voorwaarden toegang mag worden geweigerd. De bevoegde autoriteiten van de CTP en het handelsplatform mogen zodoende toegang tot een bepaalde CTP of een bepaald handelsplatform weigeren wanneer het verlenen van toegang i) een bedreiging voor de soepele en ordelijke werking van de markten zou vormen, met name door liquiditeitsfragmentatie, of negatieve gevolgen zou hebben in termen van systeemrisico, of ii) een interoperabiliteitsregeling vereist (voor beursverhandelde derivaten), tenzij het betrokken handelsplatform en de betrokken CTP's met die regeling hebben ingestemd, en de risico's die uit die regeling voortkomen, bij een derde partij met zekerheden worden gedekt<sup>6</sup>. Voorts kunnen CTP's en handelsplatforms ook de toegang ontzeggen wanneer daardoor significante ongewenste risico's ontstaan die niet kunnen worden beheerd op basis van het verwachte transactievolume, het operationele risico en de complexiteit, alsmede andere factoren die significante ongewenste risico's met zich meebrengen<sup>7</sup>.

Deze voorwaarden zijn nader ingevuld in de technische reguleringsnorm inzake clearingtoegang voor handelsplatforms en centrale tegenpartijen<sup>8</sup>, die ook handelt over de voorwaarden waarop toegang moet worden gegeven, de kennisgevingsprocedures en andere vereisten<sup>9</sup>. Meer bepaald worden in de technische norm de verschillende soorten risico's verder gespecificeerd, op basis van ofwel het verwachte transactievolume, het operationele risico en de complexiteit, alsmede andere factoren die significante ongewenste risico's met zich meebrengen (bijv. nieuw product, bedreiging voor de economische levensvatbaarheid van de CTP of het handelsplatform, juridisch risico, of onverenigbaarheid tussen handels- en clearingvoorschriften).

Daarnaast worden met MiFIR specifieke bepalingen ingevoerd om afdoende rekening te houden met de complexiteit van beursverhandelde derivaten en de uitdagingen die een en

---

<sup>6</sup> Artikel 35, leden 1 en 4, en artikel 36, lid 4, MiFIR.

<sup>7</sup> Artikel 35, lid 6, onder a), en artikel 36, lid 6, onder a), MiFIR.

<sup>8</sup> Gedelegeerde Verordening van de Commissie van 24 juni 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot de technische reguleringsnormen inzake clearingtoegang voor handelsplatforms en centrale tegenpartijen.

<sup>9</sup> Zie de opdracht voor de ESMA om ontwerpen van technische reguleringsnormen op te stellen op grond van artikel 35, lid 6, en artikel 36, lid 6.

ander met zich kan meebrengen voor open en niet-discriminerende toegang. Met name zijn beursverhandelde derivaten complex als gevolg van hun lange looptijden en hefboomeffecten.

In het geval van beursverhandelde derivaten moet het handelsplatform of de CTP binnen zes maanden (in plaats van binnen drie maanden zoals bij andere financiële instrumenten) een schriftelijke reactie sturen en moeten zij binnen drie maanden na het verzenden van een positieve reactie op een verzoek tot toegang de toegang mogelijk maken. Wanneer een bevoegde autoriteit, het handelsplatform of de CTP de toegang weigert, zetten zij de reden voor dat besluit volledig uiteen en stellen zij de betrokken bevoegde autoriteiten daarvan in kennis.

Voorts bevat MiFIR ook een overgangsregeling voor handelsplatforms die handel in beursverhandelde derivaten aanbieden met een jaarlijks verhandeld nominaal bedrag van minder dan 1 000 000 miljoen EUR<sup>10</sup>. Voor hen is er een mogelijkheid tot opt-out van de bepalingen inzake open en niet-discriminerende toegang voor een periode van dertig maanden (en, onder bepaalde voorwaarden, tot zestig maanden<sup>11</sup>) vanaf de datum van toepassing van MiFIR.

Ten slotte kan de Commissie, overeenkomstig artikel 52, lid 12, MiFIR en afhankelijk van de conclusies van dit verslag, besluiten om beursverhandelde derivaten uit te sluiten van de werkingssfeer van de artikelen 35 en 36 MiFIR voor een periode van maximaal 30 maanden op basis van een door de ESMA in overleg met het ESRB verrichte risicobeoordeling. Voorts is in artikel 54, lid 2, MiFIR bepaald dat, ingeval de Commissie besluit om beursverhandelde derivaten niet tijdelijk uit te sluiten van de werkingssfeer van de artikelen 35 en 36 MiFIR, CTP's of handelsplatforms hun bevoegde autoriteit om toestemming kunnen verzoeken om van overgangsregelingen gebruik te maken. De bevoegde autoriteit kan een beoordeling maken van de risico's die uit de toepassing van de open en niet-discriminerende toegang ten aanzien van beursverhandelde derivaten voortvloeien voor het ordelijk functioneren van de desbetreffende CTP of het desbetreffende handelsplatform, en kan besluiten dat de desbetreffende CTP of het desbetreffende handelsplatform ontheffing kan krijgen van de toegangsverplichtingen gedurende een overgangperiode tot en met 3 juli 2020.

#### **4. DE STRUCTUUR VAN DE MARKT VOOR BEURSV ERHANDELDE DERIVATEN**

Aangetekend moet worden dat de risicobeoordeling van de ESMA in april 2016 is bekendgemaakt, precies in een zeer vroeg stadium van of in afwachting van de implementatie van nieuw regelgevingsvereisten die er moeten voor zorgen i) dat handel in liquide en gestandaardiseerde derivaten zoveel mogelijk via handelsplatforms verloopt, en ii) dat zowel betrokken otc-derivaten als beursverhandelde derivaten centraal worden gecleard om systeemrisico's te beperken.

---

<sup>10</sup> Artikel 36, punt 5, MiFIR.

<sup>11</sup> Overeenkomstig artikel 36, lid 5, MiFIR kan een handelsplatform dat tijdens deze eerste dertig maanden van de opt-out-periode de drempel van een jaarlijks verhandeld nominaal bedrag van beursverhandelde derivaten van 1 000 000 miljoen EUR onderschrijft, een opt-out-periode van nog eens dertig maanden krijgen.

Samen met het ESRB vindt de ESMA dat de bij artikel 28 MiFIR ingevoerde verplichting om te handelen op een handelsplatform in otc-derivaten die aan bepaalde voorwaarden voldoen, naar verwachting het aantal derivaten dat wordt verhandeld op handelsplatforms<sup>12</sup>, met inbegrip van gereglementeerde markten, zal doen toenemen. Derivaten die op gereglementeerde markten komen, zullen daarom als beursverhandelde derivaten worden beschouwd en zullen dus onderworpen zijn aan de verplichting om beursverhandelde derivaten door een CTP te clearen in overeenstemming met artikel 29 MiFIR.

Volgens de bevindingen van de ESMA is de Europese derivatenmarkt in hoofdzaak een otc-markt. Per ultimo juni 2016 was de mondiale markt voor beursverhandelde derivaten goed voor iets meer dan 10% van de mondiale derivatenmarkt, die zelf sinds 2008 een dalende trend vertoont<sup>13</sup>. In termen van notioneel uitstaande bedragen bestaat de markt voor beursverhandelde derivaten in hoofdzaak uit rentederivaten, verdeeld over 60% opties en 40% futures.

In de risicobeoordeling van de ESMA wordt ook onderstreept dat het aandeel van dagelijks geclearde uitstaande notionele bedragen aan beursverhandelde derivaten de afgelopen jaren aanzienlijk is blijven dalen, nu geleidelijk wordt overgeschakeld naar instrumenten met een langere looptijd.

Voorts beschrijft de ESMA de Europese markt voor beursverhandelde derivaten als sterk geconcentreerd op zowel handels- als clearingniveau, in combinatie met een verticaal geïntegreerde marktinfrastructuur waar dominante handels- en clearingstructuren onderdeel zijn van dezelfde geïntegreerde groepen. In 2014 hadden de grootste CTP's in termen van het aantal geclearde transacties in beursverhandelde derivaten een marktaandeel van 58%, terwijl de grootste drie CTP's samen 90% van de markt in handen hadden. De resterende marktaandelen zijn verdeeld over een aantal kleinere spelers.

Bij haar beoordeling van de marktstructuur op basis van activaklassen concludeerde de ESMA dat de markt zelfs nog sterker geconcentreerd is, waarbij één beurs goed was voor meer dan 70% van beursverhandelde aandelerderivaten in termen van verhandelde waarde en een andere beurs goed was voor rond 80% van beursverhandelde obligatiederivaten, eveneens in termen van verhandelde waarde.

De situatie van beursverhandelde grondstoffenderivaten verschilt licht - behalve voor beursverhandelde energiederivaten - omdat de markt voor beursverhandelde grondstoffenderivaten wordt gekenmerkt door een hoge graad van specialisatie en beperkte overlapping tussen handelsplatforms en CTP's.

Parallel hiermee heeft op de otc-markt de lopende implementatie van de EMIR-clearingverplichting reeds een aanzienlijk aandeel otc verhandelde derivatencontracten naar

---

<sup>12</sup> De handelsverplichting van artikel 28 MiFIR wordt geacht te zijn vervuld indien de transactie wordt gesloten op een gereglementeerde markt, maar ook op multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's) of georganiseerde handelsfaciliteiten (OTF's).

<sup>13</sup> Zie Bank voor Internationale Betalingen, *Triennial Central Bank Survey - OTC derivatives positions at end-June 2016*, Table 1, Monetary and Economic Department, 11 december 2016, [http://www.bis.org/publ/otc\\_hy1612/triensurvstataannex.pdf](http://www.bis.org/publ/otc_hy1612/triensurvstataannex.pdf)

centrale clearing gebracht, een ontwikkeling die alleen maar zal doorzetten. Aansluitend bij de technische reguleringsnormen van de ESMA op basis van EMIR heeft de Europese Commissie immers al gedelegeerde handelingen vastgesteld voor de centrale clearing van renteswaps (luidend in EUR, GBP, JPY, USD, NOK, PLN en SEK) en indexkredietverzuimswaps (cds) luidend in EUR<sup>14</sup>, waardoor rond 70% van de otc-derivatenmarkt in deze klassen naar clearing is overgebracht<sup>15</sup>. Hoewel het clearingaanbod sterk geconcentreerd is, is het toch zo dat zes verschillende CTP's clearingdiensten voor renteswaps aanbieden.

De Commissie neemt nota van het feit dat i) rentederivaten het grootste deel van de markt voor beursverhandelde derivaten uitmaken; ii) door de MiFIR-handelsverplichting een deel van de rentederivaten onder de definitie van beursverhandelde derivaten kan komen; iii) de EMIR-clearingverplichting reeds geldt voor renteswaps, en iv) ondanks de marktconcentratie de markt voor rentederivaten is verdeeld over zes verschillende CTP's. Daarom is de Commissie het eens met de conclusies van de ESMA dat rentederivaten de meest relevante activaklasse vormen wanneer het erom gaat een beoordeling te maken van de gevolgen van de tenuitvoerlegging van de bepalingen inzake open en niet-discriminerende toegang voor beursverhandelde derivaten.

## **5. RISICOBEOORDELING VAN DE BEPALINGEN INZAKE OPEN EN NIET-DISCRIMINERENDE TOEGANG VOOR BEURSVERHANDELDE DERIVATEN**

De MiFIR-bepalingen inzake open toegang zijn weliswaar nog niet ten uitvoer gelegd, maar de ESMA meldt dat een aantal CTP's en handelsplatforms uit de EER reeds toegangsregelingen voor beursverhandelde derivaten of otc-derivaten hebben ontwikkeld en met succes toepassen<sup>16</sup>. De toegangsregelingen die marktinfrastructuren op grond van EMIR-bepalingen toepassen<sup>17</sup>, hebben volgens de ESMA tot dusver geen noemenswaardige systeemrisico's opgeleverd. Dit ondanks het feit dat otc-derivaten doorgaans minder gestandaardiseerd en complexer zijn dan beursverhandelde derivaten.

Evenals de ESMA is de Commissie echter van mening dat de bestaande toegangsregelingen voor beursverhandelde derivaten in beginsel nog steeds risico's kunnen opleveren die een bedreiging kunnen vormen voor de soepele en ordelijke werking van de markten of negatieve gevolgen kunnen hebben in termen van systeemrisico.

---

<sup>14</sup> Gedelegeerde Verordening (EU) 2015/2205 van de Commissie van 6 augustus 2015 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen inzake de clearingverplichting; Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/592 van de Commissie van 1 maart 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen inzake de clearingverplichting; Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/1178 van de Commissie van 10 juni 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen inzake de clearingverplichting.

<sup>15</sup> De geleidelijke implementatie is op 21 juni 2016 van start gegaan; zie ESMA, *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR*, 4 april 2016, fig. 11, blz. 10.

<sup>16</sup> Zie ESMA, *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR*, 4 april 2016, tabel 2, blz. 16.

<sup>17</sup> Artikelen 7 en 8 EMIR.

In dat opzicht, en rekening houdende met de macroprudentiële risicobeoordeling van het ESRB, wijst de ESMA op een reeks potentiële risico's die kunnen ontstaan door de toepassing van MiFIR-bepalingen inzake open en niet-discriminerende toegang op derivaten die op de beurs worden verhandeld.

### **5.1 Risico's als gevolg van open en niet-discriminerende toegang op CTP-niveau**

Dankzij open en niet-discriminerende toegang tot CTP's zullen handelsplatforms hun transacties kunnen laten clearen via de CTP van hun keuze. Dit is van bijzonder belang tegen de achtergrond van de verwachte implementatie van de handelsverplichting, waardoor talrijke otc-derivaten binnen de werkingssfeer zullen komen van de MiFIR-bepalingen inzake open en niet-discriminerende toegang en die mogelijk gepaard zal gaan met de opkomst van nieuwe handelsplatforms zonder toegang tot verticaal geïntegreerde CTP's. Zoals de ESMA in haar risicobeoordeling aangeeft, zijn handels- en clearingkosten onderling nauw verweven. De kosten om te handelen op een handelsplatform worden door marktdeelnemers beoordeeld samen met de daarmee samenhangende clearingkosten. Een handelsplatform kan niet concurrerend zijn indien het geen toegang kan bieden tot aantrekkelijke clearingkosten. Zonder deze bepalingen zou nieuwe en niet verticaal geïntegreerde handelsplatforms de toegang tot de markt worden belet en zouden ze dus niet kunnen bijdragen tot een meer concurrerende en minder geconcentreerde markt.

#### ***Concentratierisico***

Rekening houdende met deze doelstellingen deelt de Commissie het standpunt van de ESMA dat een van de belangrijkste risico's die aan de bepalingen inzake open en niet-discriminerende toegang voor beursverhandelde derivaten verbonden zijn, een nieuw concentratierisico is (Single Point of Failure - SPOF). In dit risicoscenario zou de mogelijkheid voor handelsplatforms om hun CTP te kiezen, tot een situatie kunnen leiden waarbij de aantrekkelijkste CTP voor één specifiek beursverhandeld derivaat of één specifieke activaklasse de enige locatie voor centrale clearing wordt. Die situatie zou zich ook kunnen voordoen wanneer marktdeelnemers, met het oog op een zo groot mogelijke efficiëntie bij de verrekening en het verminderen van onderpandvereisten, opteren voor één CTP (de grootste).

Gezien evenwel de concurrentie, marktstructuur en marktdynamiek zal dit scenario hoogst waarschijnlijk niet spelen. Met name meldt de ESMA dat er huiver bestaat voor dit soort aanzienlijke verschuiving van clearing naar één CTP vanwege het risico dat de CTP waarschijnlijk haar clearingvergoedingen voor al haar clearingleden zodanig zou verhogen dat zij niet langer voor tegenpartijen aantrekkelijk zou zijn. Daarbij komt dat een sterke concentratie het financiële bestel zou blootstellen aan een SPOF met potentieel systemische gevolgen, waardoor het voor marktdeelnemers niet mogelijk zou zijn om hun posities naar een andere CTP over te brengen bij een deconfiture.

De Commissie deelt voorts de bevindingen van het ESRB en de ESMA dat in de EU de clearingmarkt al sterk geconcentreerd is, waarbij bepaalde beursverhandelde derivaten of activaklassen uitsluitend of in hoofdzaak worden gecleard in één CTP. De verwachting is zelfs dat, los van de implementatie van de bepalingen inzake open en niet-discriminerende



toegang, de concentratie in de toekomst nog kan worden versterkt als gevolg van de "natuurlijke" commerciële groei van de activiteiten van een CTP wanneer zij met haar diensten erin slaagt te voldoen aan de voorkeuren van marktdeelnemers<sup>18</sup>.

Integendeel, aangevoerd kan worden dat de bestaande concentratie valt te verklaren door bestaande toegangsbarrières, die de regels inzake open en niet-discriminerende toegang nu net zouden moeten verlagen. Immers, wanneer CTP's op grond van de MiFIR-bepalingen inzake open en niet-discriminerende toegang kunnen verzoeken om toegang tot een handelsplatform, worden hiermee de toegangsbarrières voor nieuwe CTP's verlaagd.

De Commissie tekent aan dat EMIR en MiFIR garanties bieden tegen dit concentratierisico. In de eerste plaats worden CTP's door de betrokken bevoegde autoriteiten gereguleerd op grond van EMIR. Daarin is bepaald hoe de bedrijfsvoering moet worden georganiseerd en zijn prudentiële normen en macroprudentiële regels voor CTP's vastgelegd. In de tweede plaats geeft MiFIR bevoegde autoriteiten de bevoegdheid om een CTP de toegang te weigeren indien deze een bedreiging voor de soepele en ordelijke werking van de markten zou vormen, of negatieve gevolgen zou hebben in termen van systeemrisico, of indien daarvoor een interoperabiliteitsregeling vereist is.

### ***Operationeel risico***

Een andere belangrijke groep risico's wordt gevormd door het ongewenste risico dat de CTP niet kan worden beheerd op basis van het verwachte transactievolume van het handelsplatform, het operationele risico en de complexiteit, alsmede andere factoren die significante ongewenste risico's met zich meebrengen<sup>19</sup>. De ESMA denkt dat deze risico's het systeemrisico potentieel kunnen vergroten door de gevolgen ervan voor clearingleden van andere CTP's.

In dat verband geeft MiFIR, parallel met titel IV van EMIR (betreffende organisatorische vereisten, gedragsregels en prudentiële vereisten), aan de CTP's de mogelijkheid om toegang te weigeren indien de CTP, na het leveren van alle redelijke inspanningen voor het beheren van de risico's, tot de conclusie komt dat er significante ongewenste risico's blijven bestaan die niet beheersbaar zijn<sup>20</sup>.

In het licht van de bovenstaande overwegingen is de Commissie van oordeel dat de MiFIR-bepalingen inzake open en niet-discriminerende toegang van beursverhandelde derivaten tot CTP's, waarschijnlijk een al bij al positief effect zullen hebben op de markt. En waar potentiële risico's van deze bepalingen niet kunnen worden ontkend, vindt de Commissie dat MiFIR en EMIR al stevige garanties bevatten om ongewenste operationele risico's voor CTP's of verhoogd systeemrisico te temperen.

---

<sup>18</sup> *ESRB response to ESMA on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 of MiFIR*, 9 februari 2016, blz. 4.

<sup>19</sup> Artikel 35, lid 6, onder a), MiFIR.

<sup>20</sup> Afdeling 1, artikelen 1 tot en met 4, van de Gedelegeerde Verordening van de Commissie van 24 juni 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot de technische reguleringsnormen inzake clearingtoegang voor handelsplatformen en centrale tegenpartijen.

## **5.2 Risico's als gevolg van open en niet-discriminerende toegang op het niveau van handelsplatforms**

Dankzij open en niet-discriminerende toegang tot handelsplatforms zullen CTP's transacties kunnen clearen op de handelsplatforms van hun keuze. Deze bepaling is niet alleen bedoeld om een meer concurrerende omgeving te bevorderen, maar ook om de leden van een handelsplatform de mogelijkheid te geven te kiezen bij welke CTP ze hun transacties willen clearen, ook wanneer de CTP en het handelsplatform verticaal geïntegreerd zijn binnen dezelfde groep.

Een en ander kan met name gunstig uitwerken voor marktdeelnemers die naar maximale efficiëntie bij de verrekening streven en onderpandvereisten willen verminderen voor hun posities op verschillende handelsplatforms.

Daarnaast deelt de Commissie, uit oogpunt van financiële stabiliteit, het standpunt van de ESMA en het ESRB dat een omgeving met meerdere CTP's systeemrisico's helpt te verminderen doordat hiermee hun substitueerbaarheid bij een deconfiture wordt versterkt. Indien een aan een handelsplatform gekoppelde CTP in problemen raakt, zouden de andere aan dat handelsplatform gekoppelde CTP's de transacties van de in moeilijkheden verkerende CTP verder kunnen blijven clearen.

### ***Risico's met betrekking tot interoperabiliteitsregelingen***

In artikel 2 EMIR wordt een "interoperabiliteitsregeling" omschreven als een regeling tussen twee of meer CTP's die betrekking heeft op een systeemoverschrijdende uitvoering van transacties. Dit soort regelingen wil ervoor zorgen dat twee of meer CTP's bestand zijn tegen onderlinge blootstellingen als gevolg van het proces waarbij zij de transacties van hun deelnemers over de gekoppelde CTP's verrekenen.

Zonder een interoperabiliteitsregeling zouden leden met posities op verschillende CTP's te kampen krijgen met gebrekkige efficiëntie bij het verrekenen, met grotere behoefte aan zekerheden en met liquiditeitsfragmentatie. Daardoor zou het belang van marktdeelnemers bij een omgeving met meerdere CTP's afnemen. Uit oogpunt van systeemrisico beklemtoont de ESMA dat dit scenario de procyclische effecten alleen maar verder negatief zou versterken.

Hoewel de meeste van de hierboven beschreven risico's zouden verdwijnen indien de verschillende aan een handelsplatform gekoppelde CTP's gebruikmaken van interoperabiliteitsregelingen, neemt de Commissie nota van het grote bezwaar van het ESRB met betrekking tot het risico dat verbonden is aan de potentiële vermenigvuldiging van dergelijke interoperabiliteitsregelingen wanneer open en niet-discriminerende toegang tot beursverhandelde derivaten wordt geïmplementeerd. Interoperabiliteitsregelingen onder EMIR gelden namelijk alleen voor effecten en geldmarktinstrumenten. De ESMA en het ESRB waarschuwen voorts dat er door het gebruik ervan in het kader van beursverhandelde derivaten een sterke mate van complexiteit en risico kan ontstaan die inherent is aan de kenmerken van derivaten en dat een en ander ongunstige gevolgen kan hebben voor het algemene beheer van het operationele risico op CTP-niveau.

De Commissie is echter van mening dat er met MiFIR garanties komen die ervoor zorgen dat deze risico's afdoende worden getemperd. In de eerste plaats moeten de bevoegde autoriteiten, overeenkomstig artikel 36, lid 4, onder a), de toegang tot de CTP's weigeren indien het verlenen van toegang een dergelijke interoperabiliteitsregeling zou vereisen. Een interoperabiliteitsregeling zou dus alleen kunnen worden opgezet tussen de verschillende CTP's van het handelsplatform indien deze daarin hebben toegestemd. In de tweede plaats moeten de bevoegde autoriteiten, mocht de interoperabiliteitsregeling een bedreiging voor de soepele en ordelijke werking van de markten vormen, nog steeds de toegang tot het handelsplatform weigeren.

### ***Operationeel risico***

Operationele risico's als gevolg van de complexiteit van het verwachte transactievolume, alsmede andere factoren die significante ongewenste risico's met zich meebrengen, komen ook aan bod in MiFIR.

In dat geval kan het handelsplatform, op grond van artikel 36, lid 6, MiFIR en overeenkomstig de voorschriften die nader zijn uitgewerkt in de technische reguleringsnormen inzake clearingtoegang voor handelsplatforms en centrale tegenpartijen<sup>21</sup>, de toegang tot het handelsplatform weigeren.

## **6. CONCLUSIES**

De Commissie tekent aan dat de EMIR-bepalingen inzake open en niet-discriminerende toegang reeds zonder tijdelijke afwijkingen gelden voor otc-derivaten, effecten en geldmarktinstrumenten. Volgens de beoordeling door de ESMA hebben deze toegangsregelingen kennelijk geen noemenswaardige systeemrisico's veroorzaakt. Opvallend in dit verband is dat otc-derivaten doorgaans minder gestandaardiseerd en complexer zijn dan beursverhandelde derivaten. Bijgevolg mag worden verwacht dat de tenuitvoerlegging van MiFIR-bepalingen inzake open en niet-discriminerende toegang voor beursverhandelde derivaten niet voor meer complexiteit zal zorgen dan bij otc-derivaten het geval is.

De toepassing van open en niet-discriminerende toegang op beursverhandelde derivaten in het kader van MiFIR kan niettemin risico's doen ontstaan die potentieel een bedreiging kunnen vormen voor de soepele en ordelijke werking van de markten of negatieve gevolgen kunnen hebben in termen van systeemrisico. Meer bepaald wordt in dit verslag een aantal potentiële risico's aangestipt, en met name risico's met betrekking tot i) de concentratie van de handels- en clearingactiviteiten binnen verticaal geïntegreerde groepen, en ii) de potentiële vermenigvuldiging van interoperabiliteitsregelingen die het complexiteitsniveau bij het algemene risicobeheer van interoperabele CTP's aanzienlijk zou doen toenemen.

Na onderzoek van deze risico's is de Commissie van oordeel dat met het huidige regelgevingsraamwerk in MiFIR en EMIR de vastgestelde potentiële risico's passend worden

---

<sup>21</sup> Afdeling 2, artikelen 5 tot en met 8, van de Gedelegeerde Verordening van de Commissie van 24 juni 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot de technische reguleringsnormen inzake clearingtoegang voor handelsplatforms en centrale tegenpartijen.

geadresseerd. In EMIR is niet alleen bepaald hoe CTP's door de betrokken bevoegde autoriteiten worden gereguleerd, maar ook hoe de bedrijfsvoering van CTP's moet worden georganiseerd en welke prudentiële normen en macroprudentiële regels ten aanzien van CTP's moeten worden gehanteerd. Parallel daarmee biedt MiFIR de mogelijkheid om, mocht voor de CTP, het handelsplatform of de markt potentieel risico dreigen, de toegang tot de desbetreffende infrastructuur mag worden geweigerd door CTP's, handelsplatforms en betrokken autoriteiten, zoals nader ingevuld in de technische reguleringsnorm inzake clearingtoegang voor handelsplatforms en centrale tegenpartijen.

Op grond van dit alles concludeert de Commissie dat het niet noodzakelijk is om beursverhandelde derivaten tijdelijk uit te sluiten van de werkingssfeer van de artikelen 35 en 36 MiFIR.