



Bruxelles, 11.9.2017  
COM(2017) 468 final

**RAPORT AL COMISIEI CĂTRE PARLAMENTUL EUROPEAN ȘI CONSILIU**

**privind necesitatea excluderii temporare a instrumentelor financiare derivate  
tranzacționate la bursă din domeniul de aplicare al articolelor 35 și 36 din Regulamentul  
(UE) nr. 600/2014 privind piețele instrumentelor financiare**

# RAPORT AL COMISIEI CĂTRE PARLAMENTUL EUROPEAN ȘI CONSILIU

## privind necesitatea excluderii temporare a instrumentelor financiare derivate tranzacționate la bursă din domeniul de aplicare al articolelor 35 și 36 din Regulamentul (UE) nr. 600/2014 privind piețele instrumentelor financiare

### 1. INTRODUCERE

Prezentul raport către Parlamentul European și Consiliu (denumit în continuare „**raportul**”) conține o evaluare a necesității de a exclude temporar instrumentele financiare derivate tranzacționate la bursă (denumite în continuare „**ETD**”) din domeniul de aplicare al articolelor 35 și 36 din Regulamentul (UE) nr. 600/2014 privind piețele instrumentelor financiare (denumit în continuare „**MiFIR**”). În temeiul articolului 52 alineatul (12), Comisia Europeană trebuie să prezinte Parlamentului European și Consiliului un raport privind necesitatea excluderii temporare a ETD din domeniul de aplicare al dispozițiilor privind accesul nediscriminatoriu la contrapărțile centrale (denumite în continuare: „**CPC**”) și la locurile de tranzacționare, în conformitate cu articolele 35 și 36 din MiFIR, pentru o perioadă de până la 30 de luni de la 3 ianuarie 2018.

Articolul 52 alineatul (12) din MiFIR prevede că raportul Comisiei Europene ar trebui să se bazeze pe o evaluare a riscului realizată de ESMA în consultare cu CERS și că ține seama de riscurile la adresa stabilității generale și buneii funcționări a piețelor financiare din întreaga Uniune, derivate din dispozițiile privind accesul deschis și nediscriminatoriu referitoare la ETD. În luna iulie 2015, Comisia a solicitat ESMA să realizeze, în colaborare cu CERS, o astfel de evaluare a riscului. ESMA a prezentat evaluarea riscului<sup>1</sup> la 31 martie 2016, pe baza unui aviz CERS publicat la 9 februarie 2016<sup>2</sup>.

Comisia a solicitat ca, în cadrul evaluării riscului, ESMA: (i) să identifice potențialii factori de risc și să evalueze probabilitatea apariției acestora, precum și amploarea efectelor negative asupra sistemelor financiare; (ii) să evalueze existența riscului sistemic pe baza unor factori de risc care pot fi considerați specifici pentru acordurile de acces în temeiul MiFIR și (iii) să includă o analiză calitativă și cantitativă detaliată în sprijinul argumentelor sale.

Comisia ia act de faptul că, dată fiind lipsa datelor privind acordurile de acces operaționale în cazul ETD în temeiul MiFIR, ESMA nu a putut să realizeze o evaluare cantitativă, astfel cum a solicitat Comisia.

---

<sup>1</sup> ESMA, *Evaluarea riscului privind excluderea temporară a instrumentelor financiare derivate tranzacționate la bursă din domeniul de aplicare al articolelor 35 și 36 din MiFIR*, 4 aprilie 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> Răspunsul CERS adresat ESMA privind excluderea temporară a instrumentelor financiare derivate tranzacționate la bursă din domeniul de aplicare al articolelor 35 și 36 din MiFIR, 9 februarie 2016, [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/160210\\_ESRB\\_response.pdf?b34727f97ef6c1ef3a9fd58f3d67035e](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/160210_ESRB_response.pdf?b34727f97ef6c1ef3a9fd58f3d67035e)

## **2. DOMENIUL DE APLICARE AL RAPORTULUI**

Ca și în Regulamentul (UE) nr. 648/2012 (EMIR) pentru instrumentele financiare derivate extrabursiere, în MiFIR se instituie o obligație de compensare pentru ETD<sup>3</sup>, precum și un acces nediscriminatoriu și transparent la CPC și la locurile de tranzacționare pentru valorile mobiliare, instrumentele pieței monetare și ETD.

EMIR definește instrumentul financiar derivat extrabursier ca un contract derivat care nu este încheiat pe o piață reglementată sau pe o piață dintr-o țară terță considerată a fi echivalentă cu o piață reglementată<sup>4</sup>. În schimb, MiFIR definește ETD<sup>5</sup> ca fiind „un instrument financiar derivat care este tranzacționat pe o piață reglementată sau pe o piață dintr-o țară terță considerată a fi echivalentă cu o piață reglementată” și care nu intră, astfel, în sfera definiției instrumentelor financiare derivate extrabursiere definite în EMIR.

Astfel, atunci când dispozițiile privind accesul deschis și nediscriminatoriu din MiFIR se aplică instrumentelor financiare derivate tranzacționate cel puțin pe o piață reglementată, dispozițiile privind accesul deschis din EMIR se aplică instrumentelor financiare derivate tranzacționate exclusiv extrabursier, inclusiv instrumentelor financiare derivate tranzacționate în sisteme multilaterale de tranzacționare sau în sisteme organizate de tranzacționare, cu condiția ca acestea să nu fie tranzacționate altfel pe o piață reglementată sau pe o piață dintr-o țară terță considerată a fi echivalentă cu o piață reglementată.

În conformitate cu articolul 52 alineatul (12) din MiFIR, prezentul raport se referă doar la ETD și, prin urmare, nu include valorile mobiliare, instrumentele pieței monetare și instrumentele financiare derivate extrabursiere.

## **3. DISPOZIȚIILE PRIVIND ACCESUL NEDISCRIMINATORIU DIN MiFIR**

Dispozițiile privind accesul deschis și nediscriminatoriu sunt menite să consolideze concurența între locurile de tranzacționare și CPC și, în ultimă instanță, să reducă costurile pentru investitorii individuali, prin evitarea practicilor discriminatorii care pot exista, atât la nivelul CPC, cât și la nivelul locurilor de tranzacționare.

Articolul 35 din MiFIR prevede că o CPC acordă, în mod nediscriminatoriu și transparent, acces la locurile de tranzacționare în vederea compensării tranzacțiilor, indiferent de locul de tranzacționare în care sunt executate tranzacțiile. În acest context, accesul deschis și nediscriminatoriu urmărește să asigure că un loc de tranzacționare are dreptul la tratament nediscriminatoriu în ceea ce privește modul în care sunt tratate contractele tranzacționate pe platforma sa cu privire la (i) cerințele de garantare și de compensare a contractelor echivalente din punct de vedere economic și (ii) încrucișarea marjelor cu contracte corelate compensate de aceeași CPC. Acest lucru ar trebui să le ofere locurilor de tranzacționare posibilitatea de a decide care este (sunt) contrapartea (contrapărțile) centrală (centrale) care poate (pot) să compenseze tranzacția executată pe platformele lor.

---

<sup>3</sup> Articolul 29 alineatul (1) din MiFIR.

<sup>4</sup> Articolul 2 punctul 7 din EMIR.

<sup>5</sup> Articolul 2 punctul 32 din MiFIR.

În paralel, articolul 36 din MiFIR prevede că un loc de tranzacționare furnizează, la cerere, în mod transparent și nediscriminatoriu, acces la fluxurile sale de informații referitoare la tranzacții contrapărților centrale care doresc să compenseze tranzacții în respectivul loc de tranzacționare.

Cu toate acestea, MiFIR a anticipat că, în anumite circumstanțe, accesul deschis la CPC și la locurile de tranzacționare poate genera riscuri și poate avea potențiale dezavantaje care ar putea prevala asupra obiectivelor de politică în domeniul intensificării concurenței. În acest context, articolele 35 și 36 din MiFIR stabilesc condițiile în care accesul poate fi refuzat. Autoritățile competente ale CPC și ale locului de tranzacționare pot refuza astfel accesul la o anumită CPC sau la un anumit loc de tranzacționare în cazul în care acordarea accesului (i) ar reprezenta o amenințare la adresa funcționării armonioase și ordonate a pieței, în special din cauza fragmentării lichidității, sau ar avea un efect negativ asupra riscului sistemic sau (ii) ar necesita un acord de interoperabilitate (în cazul ETD), cu excepția situației în care locul de tranzacționare și CPC implicate și-au dat consimțământul pentru respectivul acord și dacă riscurile derivate din respectivul acord sunt garantate la nivelul unei terțe părți<sup>6</sup>. În plus, accesul poate fi, de asemenea, refuzat de CPC și de locurile de tranzacționare atunci când acesta creează riscuri nejustificate semnificative care nu pot fi gestionate, bazate pe volumul de tranzacții anticipat, pe riscul operațional și pe complexitate, precum și pe alți factori care creează riscuri nejustificate semnificative<sup>7</sup>.

Aceste condiții sunt detaliate în standardul tehnic de reglementare referitor la accesul la compensare în ceea ce privește locurile de tranzacționare și contrapărțile centrale<sup>8</sup>, care acoperă și condițiile în care se acordă accesul, procedurile de notificare și alte cerințe<sup>9</sup>. În special, standardul tehnic specifică în continuare diferitele tipuri de riscuri, bazate pe volumul de tranzacții anticipat, pe riscul operațional și pe complexitate, precum și pe alți factori care creează riscuri nejustificate semnificative (de exemplu, apariția unui nou produs, o amenințare la adresa viabilității economice a CPC sau a locului de tranzacționare, riscul juridic sau o incompatibilitate între normele de tranzacționare și de compensare).

În plus, MiFIR introduce dispoziții specifice pentru a lua în considerare în mod corespunzător complexitatea ETD și provocările subsecvente pe care le poate presupune accesul deschis și nediscriminatoriu. În special, ETD sunt complexe din cauza scadențelor lor îndelungate și a efectelor de levier.

În cazul ETD, locul de tranzacționare sau CPC furnizează un răspuns, în scris, în termen de șase luni, în loc de trei luni pentru alte instrumente financiare, și face posibil accesul în termen de trei luni de la furnizarea unui răspuns favorabil la cererea de acces. În cazul în care o autoritate competentă, locul de tranzacționare sau CPC refuză să permită accesul, aceasta

---

<sup>6</sup> Articolul 35 alineatul (1), articolul 35 alineatul (4) și articolul 36 alineatul (4) din MiFIR.

<sup>7</sup> Articolul 35 alineatul (6) litera (a) și articolul 36 alineatul (6) litera (a) din MiFIR.

<sup>8</sup> Regulamentul delegat al Comisiei din 24 iunie 2016 de completare a Regulamentului (UE) nr. 600/2014 al Parlamentului European și al Consiliului privind standardele tehnice de reglementare referitoare la accesul la compensare în ceea ce privește locurile de tranzacționare și contrapărțile centrale.

<sup>9</sup> A se vedea mandatul ESMA de a elabora proiecte de standarde tehnice de reglementare în conformitate cu articolul 35 alineatul (6) și cu articolul 36 alineatul (6).

furnizează o expunere exhaustivă a motivelor care stau la baza deciziei sale și informează autoritățile competente relevante.

MiFIR prevede, de asemenea, un regim de tranziție pentru locurile de tranzacționare care oferă tranzacții cu ETD cu o valoare anuală noțională tranzacționată mai mică de 1 000 000 de milioane EUR<sup>10</sup>, care pot renunța la aplicarea dispozițiilor privind accesul deschis și nediscriminatoriu pentru o perioadă de 30 de luni (și până la 60 de luni în anumite condiții<sup>11</sup>) de la data punerii în aplicare a MiFIR.

În cele din urmă, în conformitate cu articolul 52 alineatul (12) din MiFIR și sub rezerva concluziilor prezentului raport, Comisia poate decide să excludă ETD din domeniul de aplicare al articolelor 35 și 36 din MiFIR pentru o perioadă de cel mult 30 de luni, pe baza unei evaluări a riscului realizate de ESMA în consultare cu CERS. De asemenea, articolul 54 alineatul (2) din MiFIR prevede că, în cazul în care Comisia decide să nu excludă temporar ETD din domeniul de aplicare al articolelor 35 și 36 din MiFIR, o CPC sau un loc de tranzacționare poate solicita autorității sale competente permisiunea de a se prevala de regimul de tranziție. Autoritatea competentă poate evalua riscurile care rezultă din aplicarea accesului liber și nediscriminatoriu în ceea ce privește ETD pentru buna funcționare a CPC sau a locului de tranzacționare în cauză și poate decide ca CPC sau locul de tranzacționare în cauză să fie exceptate de la obligațiile de acces pentru o perioadă de tranziție până la 3 iulie 2020.

#### **4. STRUCTURA DE PIAȚĂ A ETD**

Ar trebui remarcat faptul că evaluarea riscului realizată de ESMA a fost publicată în aprilie 2016, într-un stadiu incipient sau înainte de punerea în aplicare a noilor cerințe de reglementare care au ca scop asigurarea faptului că (i) tranzacționarea de instrumente derivate standardizate și lichide se desfășoară, pe cât posibil, în locuri de tranzacționare și că (ii) atât instrumentele financiare derivate extrabursiere relevante, cât și ETD sunt compensate la nivel central pentru a reduce riscul sistemic.

Împreună cu CERS, ESMA consideră că introducerea obligației de tranzacționare într-un loc de tranzacționare prevăzută la articolul 28 din MiFIR pentru instrumentele financiare derivate extrabursiere care îndeplinesc anumite condiții este de așteptat să crească numărul instrumentelor financiare derivate tranzacționate în locuri de tranzacționare<sup>12</sup>, inclusiv pe piețe reglementate. Instrumentele financiare derivate aduse pe piețele reglementate vor fi, prin urmare, considerate ca fiind ETD și vor face astfel obiectul obligației de a compensa ETD printr-o CPC în conformitate cu articolul 29 din MiFIR.

---

<sup>10</sup> Articolul 36 alineatul (5) din MiFIR.

<sup>11</sup> În conformitate cu articolul 36 alineatul (5) din MiFIR, un loc de tranzacționare care nu depășește pragul valorii anuale noționale tranzacționate în ETD de 1 000 000 de milioane EUR în primele 30 de luni din perioada de neparticipare poate beneficia de o perioadă de neparticipare suplimentară de 30 de luni.

<sup>12</sup> Obligația de tranzacționare prevăzută la articolul 28 din MiFIR se consideră a fi îndeplinită în cazul în care tranzacția se încheie pe o piață reglementată, dar și în sisteme multilaterale de tranzacționare sau în sisteme organizate de tranzacționare.

În conformitate cu constatările ESMA, piața instrumentelor financiare derivate din Europa este în principal o piață extrabursieră. La sfârșitul lunii iunie 2016, dimensiunea totală a pieței ETD a fost cu puțin peste 10 % din piața globală a instrumentelor financiare derivate, care urmează, ea însăși, o tendință descendentă din 2008<sup>13</sup>. În ceea ce privește valoarea noțională în circulație, piața ETD este formată în principal din instrumente financiare derivate pe rata dobânzii, împărțite în opțiuni, în proporție de 60 %, și în futures, în proporție de 40 %.

Evaluarea riscului realizată de ESMA evidențiază, de asemenea, o consecvență în ceea ce privește scăderea semnificativă din ultimii ani a procentului valorii noționale în circulație compensate zilnic în cazul ETD, odată cu trecerea progresivă către instrumente cu scadență mai îndelungată.

ESMA descrie în continuare piața ETD europeană ca fiind foarte concentrată, atât la nivel de tranzacționare, cât și la nivel de compensare, combinată cu o infrastructură de piață integrată pe verticală, unde structurile de tranzacționare și de compensare dominante fac parte din aceleași grupuri integrate. În 2014, cea mai mare contraparte centrală în ceea ce privește numărul de tranzacții cu ETD compensate deținea o cotă de piață de 58 %, în timp ce cele mai mari trei contrapărți centrale dețineau împreună 90 % din piață. O serie de actori mai mici partajează cotele de piață rămase.

La evaluarea structurii pieței pe baza clasei de active, ESMA concluzionează că piața este chiar mai concentrată, o bursă deținând peste 70 % din ETD pe acțiuni, în ceea ce privește valoarea tranzacționată, iar alta deținând aproximativ 80 % din ETD pe obligațiuni, de asemenea, în ceea ce privește valoarea tranzacționată.

În cazul ETD pe mărfuri, situația este ușor diferită – cu excepția ETD pe energie – întrucât piața ETD pe mărfuri se caracterizează printr-un nivel ridicat de specializare și puține suprapuneri între locurile de tranzacționare și CPC.

În paralel, pe piața extrabursieră, punerea în aplicare în curs a obligației de compensare prevăzute de EMIR a condus deja și va continua să conducă la o compensare centrală a unei ponderi importante din contractele derivate tranzacționate extrabursier. Respectând standardele tehnice de reglementare stabilite de ESMA în conformitate cu EMIR, Comisia Europeană a adoptat deja acte delegate pentru compensarea centrală a swap-urilor pe rata dobânzii (denominate în UR, GBP, JPY, USD, NOK, PLN și SEK) și a instrumentelor de tip credit default swap (CDS) bazate pe indici denominate în EUR<sup>14</sup>, asigurând compensarea a

---

<sup>13</sup> A se vedea Banca Reglementelor Internaționale, Sondajul trienal al Băncii Centrale – pozițiile instrumentelor financiare derivate extrabursiere la sfârșitul lunii iunie 2016, tabelul 1, Departamentul monetar și economic, 11 decembrie 2016, [http://www.bis.org/publ/otc\\_hy1612/triensurvstatannex.pdf](http://www.bis.org/publ/otc_hy1612/triensurvstatannex.pdf)

<sup>14</sup> Regulamentul delegat (UE) 2015/2205 al Comisiei din 6 august 2015 de completare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012 al Parlamentului European și al Consiliului în ceea ce privește standardele tehnice de reglementare pentru obligația de compensare; Regulamentul delegat (UE) 2016/592 al Comisiei din 1 martie 2016 de completare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012 al Parlamentului European și al Consiliului în ceea ce privește standardele tehnice de reglementare pentru obligația de compensare; Regulamentul delegat (UE) 2016/1178 al Comisiei din 10 iunie 2016 de completare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012 al Parlamentului European și al Consiliului în ceea ce privește standardele tehnice de reglementare pentru obligația de compensare.

aproximativ 70 % din piața instrumentelor financiare derivate extrabursiere din aceste clase<sup>15</sup>. Ar trebui remarcat, de asemenea, că, deși oferta de compensare este foarte concentrată, șase CPC diferite oferă servicii de compensare pentru swap-urile pe rata dobânzii.

Comisia ia act de faptul că (i) instrumentele financiare derivate pe rata dobânzii reprezintă cea mai mare parte a pieței ETD; (ii) obligația de tranzacționare prevăzută de MiFIR ar putea include în definiția ETD o parte din instrumentele financiare derivate pe rata dobânzii; (iii) obligația de compensare prevăzută de EMIR se aplică deja swap-urilor pe rata dobânzii și (iv) în pofida concentrării pieței, piața instrumentelor financiare derivate pe rata dobânzii este împărțită între șase CPC diferite. Prin urmare, Comisia este de acord cu concluziile ESMA, potrivit cărora instrumentul financiar derivat pe rata dobânzii este cea mai relevantă clasă de active atunci când evaluează consecințele punerii în aplicare a dispozițiilor privind accesul deschis și nediscriminatoriu pentru ETD.

## **5. EVALUAREA RISCULUI PENTRU DISPOZIȚIILE PRIVIND ACCESUL DESCHIS ȘI NEDISCRIMINATORIU PENTRU ETD**

Deși dispozițiile privind accesul deschis în temeiul MiFIR nu sunt încă puse în aplicare, ESMA raportează că unele contrapărți centrale și locuri de tranzacționare din Spațiul Economic European au elaborat deja și utilizează cu succes acorduri de acces, fie pentru ETD, fie pentru instrumentele financiare derivate extrabursiere<sup>16</sup>. ESMA consideră că acordurile de acces aplicate de infrastructurile de pe piață în temeiul dispozițiilor EMIR<sup>17</sup> nu au generat niciun risc sistemic semnificativ până în prezent. Acest lucru se întâmplă în pofida faptului că instrumentele financiare derivate extrabursiere sunt, în general, mai puțin standardizate și mai complexe decât ETD.

Cu toate acestea, în conformitate cu evaluarea ESMA, Comisia Europeană este de părere că acordurile de acces existente pentru ETD pot totuși, în principiu, să genereze riscuri care ar putea amenința funcționarea armonioasă și ordonată a piețelor sau care ar putea afecta negativ riscul sistemic.

În acest sens și ținând seama de evaluarea riscului macroprudențial realizată de CERS, ESMA subliniază o serie de riscuri potențiale care ar putea apărea în urma punerii în aplicare a dispozițiilor privind accesul deschis și nediscriminatoriu la ETD în temeiul MiFIR.

### **5.1 Riscul generat de accesul deschis și nediscriminatoriu la nivelul CPC**

Accesul deschis și nediscriminatoriu la CPC va asigura faptul că locurile de tranzacționare vor avea posibilitatea de a compensa propriile tranzacții în CPC pe care o aleg. Acest lucru este deosebit de relevant în contextul punerii în aplicare preconizate a obligației de tranzacționare,

---

<sup>15</sup> Punerea în aplicare progresivă a început la 21 iunie 2016; a se vedea ESMA, *Evaluarea riscului privind excluderea temporară a instrumentelor financiare derivate tranzacționate la bursă din domeniul de aplicare al articolelor 35 și 36 din MiFIR*, 4 aprilie 2016, figura 11, p. 10.

<sup>16</sup> A se vedea ESMA, *Evaluarea riscului privind excluderea temporară a instrumentelor financiare derivate tranzacționate la bursă din domeniul de aplicare al articolelor 35 și 36 din MiFIR*, 4 aprilie 2016, tabelul 2, p. 16.

<sup>17</sup> Articolele 7 și 8 din MiFIR.

care va include numeroase instrumente financiare derivate extrabursiere în domeniul de aplicare al dispozițiilor privind accesul deschis și nediscriminatoriu din MiFIR și care ar putea fi însoțită de intrarea pe piață a unor locuri de tranzacționare noi care nu au acces la contrapărți centrale integrate pe verticală. După cum a subliniat ESMA în evaluarea riscului, costurile de tranzacționare și de compensare sunt strâns legate între ele. Costul de tranzacționare într-un loc de tranzacționare, precum și costurile de compensare aferente sunt evaluate de către participanții la piață. Un loc de tranzacționare nu poate fi competitiv dacă nu poate să acorde acces la costuri de compensare atractive. În lipsa acestor dispoziții, locurile de tranzacționare noi și neintegrate pe verticală ar fi împiedicate să intre pe piață și nu ar putea astfel să promoveze o piață mai competitivă și mai puțin concentrată.

### ***Riscul de concentrare***

Ținând seama de aceste obiective, Comisia împărtășește punctul de vedere al ESMA, potrivit căruia unul dintre principalele riscuri legate de dispozițiile privind accesul deschis și nediscriminatoriu pentru ETD este apariția unui nou risc de concentrare („un singur punct de eroare”). În cadrul acestui scenariu de risc, posibilitatea ca locurile de tranzacționare să își aleagă CPC ar putea duce la o situație în care cea mai atractivă CPC pentru un anumit ETD sau pentru o anumită clasă de active devine singurul loc pentru compensarea centrală. Această situație ar putea apărea, de asemenea, atunci când, pentru a maximiza eficiența compensării și a reduce cerințele de garantare, participanții la piață optează pentru o singură CPC (cea mai mare).

Cu toate acestea, având în vedere concurența și structura și dinamica pieței, acest scenariu este puțin probabil să se adevărească. În special, ESMA raportează că o astfel de reorientare semnificativă a compensării către o singură CPC ar fi descurajată de riscul că CPC ar putea majora taxele de compensare pentru toți membrii săi compensatori într-o asemenea măsură încât nu ar mai fi atractivă pentru contrapărți. În plus, un nivel ridicat de concentrare ar expune sistemul financiar la un singur punct de eroare cu potențiale consecințe sistemice și la imposibilitatea participanților la piață de a-și transfera în mod eficient pozițiile către o altă CPC în caz de deficiențe.

Comisia este, de asemenea, de acord cu constatările CERS și ESMA, potrivit cărora piața de compensare este deja foarte concentrată în UE, unele ETD sau clase de active fiind în mod exclusiv sau predominant compensate într-o singură CPC. Se poate chiar presupune că, independent de punerea în aplicare a dispozițiilor privind accesul deschis și nediscriminatoriu, concentrarea ar putea fi consolidată în viitor ca urmare a „creșterii comerciale «naturale» a activității unei CPC atunci când serviciile acesteia răspund cu succes preferințelor participanților la piață”<sup>18</sup>.

Dimpotrivă, s-ar putea afirma faptul că concentrarea existentă poate fi explicată prin obstacolele existente în calea intrării pe piață, pe care normele privind accesul deschis și nediscriminatoriu sunt menite să le reducă. De fapt, în cazul în care CPC pot solicita accesul

---

<sup>18</sup> Răspunsul CERS adresat ESMA cu privire la excluderea temporară a instrumentelor financiare derivate tranzacționate la bursă din domeniul de aplicare al articolelor 35 și 36 din MiFIR, 9 februarie 2016, p. 4.



la un loc de tranzacționare în temeiul dispoziției privind accesul deschis și nediscriminatoriu din MiFIR, acest lucru reduce obstacolele din calea intrării pe piață a unor CPC noi.

Comisia ia act de faptul că EMIR și MiFIR prevăd garanții pentru a face față acestui risc de concentrare. În primul rând, CPC sunt reglementate de către autoritățile competente relevante în temeiul EMIR, care stabilește reguli de conduită organizațională, standarde prudențiale și norme macroprudențiale pentru CPC. În al doilea rând, MiFIR conferă autorităților competente prerogative de a refuza accesul la CPC în cazul în care pune în pericol funcționarea armonioasă și ordonată a piețelor, dacă are efecte negative asupra riscului sistemic sau dacă necesită un acord de interoperabilitate.

### ***Riscul operațional***

O altă serie importantă de riscuri este cea a riscurilor nejustificate pe care CPC nu le poate gestiona și care se bazează pe volumul de tranzacții anticipat din locul de tranzacționare, pe riscul operațional și pe complexitate, precum și pe alți factori care creează riscuri nejustificate semnificative<sup>19</sup>. ESMA consideră că aceste riscuri ar putea spori riscul sistemic prin impactul lor asupra membrilor compensatori ai altor CPC.

În această privință, în paralel cu cerințele organizatorice, prudențiale și de conduită prevăzute în titlul IV din EMIR, MiFIR permite CPC să refuze accesul dacă, după ce a depus toate eforturile rezonabile pentru a-și gestiona riscurile, CPC ajunge la concluzia că există riscuri nejustificate semnificative care nu pot fi gestionate<sup>20</sup>.

Având în vedere considerațiile de mai sus, Comisia este de părere că dispozițiile privind accesul deschis și nediscriminatoriu la CPC pentru ETD în temeiul MiFIR ar putea avea un impact general pozitiv asupra pieței. În cazul în care riscurile potențiale care decurg din aceste dispoziții nu pot fi ignorate, Comisia consideră că MiFIR și EMIR stabilesc deja garanții solide în vederea atenuării riscurilor operaționale nejustificate la care sunt expuse CPC sau a riscului sistemic sporit.

## **5.2 Riscul generat de accesul deschis și nediscriminatoriu la nivelul locului de tranzacționare**

Accesul deschis și nediscriminatoriu la locurile de tranzacționare permite CPC să compenseze tranzacțiile încheiate în locurile de tranzacționare pe care le aleg. Dincolo de promovarea unui mediu mai competitiv, această dispoziție vizează să le ofere membrilor unui loc de tranzacționare care execută tranzacții posibilitatea de a alege CPC în care doresc să își compenseze tranzacțiile, inclusiv în cazul în care CPC și locul de tranzacționare sunt integrate pe verticală în cadrul aceluiași grup.

---

<sup>19</sup> Articolul 35 alineatul (6) litera (a) din MiFIR.

<sup>20</sup> Secțiunea 1 articolele 1-4 din Regulamentul delegat al Comisiei din 24 iunie 2016 de completare a Regulamentului (UE) nr. 600/2014 al Parlamentului European și al Consiliului privind standardele tehnice de reglementare referitoare la accesul la compensare în ceea ce privește locurile de tranzacționare și contrapărțile centrale.

Acest lucru poate fi deosebit de benefic pentru participanții la piață care doresc să maximizeze eficiența compensării și să reducă cerințele de garantare în cadrul pozițiilor lor în diferite locuri de tranzacționare.

În plus, din perspectiva stabilității financiare, Comisia împărtășește punctele de vedere ale ESMA și CERS, potrivit cărora un mediu în care există mai multe CPC contribuie la reducerea riscului sistemic prin consolidarea substituibilității acestora în caz de deficiențe. În cazul în care o CPC conectată la un loc de tranzacționare se află în dificultate, celelalte CPC conectate la locul de tranzacționare respectiv ar putea să continue compensarea tranzacțiilor sale.

### ***Riscuri în ceea ce privește acordurile de interoperabilitate***

În articolul 2 din EMIR, un acord de interoperabilitate este definit ca fiind un acord între două sau mai multe CPC care presupune executarea intersistemică a tranzacțiilor. Astfel de acorduri au ca scop să asigure faptul că două sau mai multe CPC pot face față expunerilor reciproce ca urmare a procesului prin care acestea compensează tranzacțiile participanților lor în cadrul CPC conectate.

În absența unui acord de interoperabilitate, membrii care dețin poziții în diferite CPC s-ar confrunta cu ineficiențe în materie de compensare, nevoi mai mari de garantare și o fragmentare a lichidității. Acest lucru ar reduce interesul participantului la piață față de un mediu în care există mai multe CPC. Din perspectiva riscului sistemic, rapoartele ESMA subliniază că un astfel de scenariu ar consolida în continuare în mod negativ caracterul prociclic.

Deși majoritatea riscurilor descrise mai sus ar dispărea dacă diferitele CPC conectate la un loc de tranzacționare ar utiliza acorduri de interoperabilitate, Comisia ia act de preocuparea majoră a CERS privind riscurile legate de potențiala multiplicare a unor astfel de acorduri de interoperabilitate odată cu punerea în aplicare a accesului deschis și nediscriminatoriu la ETD. În realitate, acordurile de interoperabilitate în temeiul EMIR se aplică numai valorilor mobiliare și instrumentelor pieței monetare. ESMA și CERS atrag, în continuare, atenția asupra faptului că utilizarea acestora în contextul ETD ar putea introduce un grad considerabil de complexitate și de risc inerent caracteristicilor instrumentelor financiare derivate și ar putea avea consecințe negative asupra gestionării generale a riscului operațional la nivelul CPC.

Cu toate acestea, Comisia consideră că MiFIR introduce măsuri de salvagardare pentru a asigura atenuarea corespunzătoare a acestor riscuri. În primul rând, în conformitate cu articolul 36 alineatul (4) litera (a), autoritățile competente refuză accesul la CPC în cazul în care accesul ar necesita un astfel de acord de interoperabilitate. Un acord de interoperabilitate ar putea fi astfel încheiat numai între diferitele CPC de tranzacționare și locul de tranzacționare, dacă acestea și-au dat consimțământul cu privire la acord. În al doilea rând, în cazul în care acordul de interoperabilitate pune în pericol funcționarea armonioasă și ordonată a pieței, autoritățile competente refuză în continuare accesul la locul de tranzacționare.

## ***Riscul operațional***

Riscurile operaționale care derivă din complexitatea volumului de tranzacții anticipat, precum și din alți factori care creează riscuri nejustificate semnificative sunt, de asemenea, avute în vedere în cadrul MiFIR.

Într-un astfel de caz, în temeiul articolului 36 alineatul (6) din MiFIR și în conformitate cu dispozițiile detaliate în standardele tehnice de reglementare referitoare la accesul la compensare în ceea ce privește locurile de tranzacționare și contrapărțile centrale<sup>21</sup>, locul de tranzacționare poate refuza accesul.

## **6. CONCLUZII**

Comisia ia act de faptul că dispozițiile privind accesul deschis și nediscriminatoriu din EMIR se aplică deja instrumentelor financiare derivate extrabursiere, valorilor mobiliare și instrumentelor pieței monetare fără derogări temporare. În urma evaluării realizate de ESMA, se pare că aceste acorduri de acces nu au determinat niciun risc sistemic considerabil. Este demn de menționat, în această privință, faptul că instrumentele financiare derivate extrabursiere sunt, în general, mai puțin standardizate și mai complexe decât ETD. În consecință, se preconizează că punerea în aplicare a dispozițiilor privind accesul deschis și nediscriminatoriu la ETD din MiFIR nu poate să dea naștere unei complexități mai mari decât în cazul instrumentelor financiare derivate extrabursiere.

Cu toate acestea, punerea în aplicare a accesului deschis și nediscriminatoriu la ETD în temeiul MiFIR ar putea să genereze riscuri care ar putea amenința funcționarea armonioasă și ordonată a piețelor sau ar putea afecta în mod negativ riscul sistemic. Mai precis, prezentul raport subliniază o serie de riscuri potențiale și, în special, riscuri legate de (i) concentrarea activității de tranzacționare și a activității de compensare în cadrul grupurilor integrate pe verticală și (ii) posibila multiplicare a acordurilor de interoperabilitate care ar crește în mod considerabil gradul de complexitate în cadrul gestionării generale a riscurilor contrapărților centrale interoperabile.

În urma examinării acestor riscuri, Comisia consideră că actualul cadru de reglementare prevăzut de MiFIR și EMIR abordează în mod corespunzător potențialele riscuri identificate. Pe lângă reglementarea lor de către autoritățile competente relevante, EMIR stabilește reguli de conduită organizațională, standarde prudențiale și norme macroprudențiale pentru CPC. În paralel, MiFIR oferă CPC, locurilor de tranzacționare și autorităților relevante posibilitatea să refuze accesul la infrastructura relevantă, astfel cum se precizează în detaliu în standardul tehnic de reglementare referitor la accesul la compensare în ceea ce privește locurile de tranzacționare și contrapărțile centrale, în cazul în care CPC, locul de tranzacționare sau piața ar putea fi puse în pericol.

---

<sup>21</sup> Secțiunea 2 articolele 5-8 din Regulamentul delegat al Comisiei din 24 iunie 2016 de completare a Regulamentul (UE) nr. 600/2014 al Parlamentului European și al Consiliului privind standardele tehnice de reglementare referitoare la accesul la compensare în ceea ce privește locurile de tranzacționare și contrapărțile centrale.

Pe această bază, Comisia concluzionează că nu este necesară excluderea temporară a instrumentelor financiare derivate tranzacționate la bursă din domeniul de aplicare al articolelor 35 și 36 din MiFIR.